

**ANALISIS PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN,
INVESTMENT OPPORTUNITY SET (IOS), DAN
RASIO-RASIO KEUANGAN TERHADAP
DIVIDEND PAYOUT RATIO (DPR)
(Studi Komparatif pada perusahaan PMA dan PMDN di Bursa Efek
Jakarta Periode Tahun 2003-2005)**



TESIS

Disusun Oleh:

**SUWENDRA KUMAR
NIM C4A006229**

**PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN
PROGRAM PASCA SARJANA
UNIVERSITAS DIPONEGORO
SEMARANG
2007**



SERTIFIKASI

Saya, Suwendra Kumar, yang bertanda tangan dibawah ini menyatakan bahwa tesis yang saya ajukan ini adalah hasil karya saya sendiri yang belum pernah disampaikan untuk mendapatkan gelar pada program Magister Manajemen ini ataupun pada program lainnya. Karya ini adalah milik saya, karena itu pertanggungjawabannya sepenuhnya berada di pundak saya

Suwendra Kumar

PENGESAHAN TESIS

**Yang bertanda tangan dibawah ini menyatakan bahwa
tesis berjudul:**

**ANALISIS PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN,
INVESTMENT OPPORTUNITY SET (IOS), DAN
RASIO-RASIO KEUANGAN TERHADAP
*DIVIDEND PAYOUT RATIO (DPR)***

**(Studi Komparatif pada perusahaan PMA dan PMDN di Bursa Efek
Jakarta Periode Tahun 2003-2005)**

**yang disusun oleh Suwendra Kumar, NIM C4A006229
telah disetujui dan dipertahankan di depan Dewan Penguji
pada tanggal 30 November 2007**

Pembimbing Pertama

Pembimbing Kedua

Prof. Dr. H Arifin Sabeni, MCom, Hons, Akt

Drs. Mulyo Haryanto, MS

**Semarang, 30 November 2007
Universitas Diponegoro
Program Pasca Sarjana
Program Studi Magister Manajemen
Ketua Program**

Prof. Dr. H Suyudi Mangunwihardjo

ABSTRACT

This study is performed to examine the effect of Insider ownership, Institutional ownership, IOS, ROA, and DER, toward Dividend Payout Ratio (DPR) in companies that is listed in BEJ. The objective of this study is to scale and analyze the effect of the company financial ratios performance (Insider ownership, Institutional ownership, IOS, ROA, and DER) toward DPR in companies that is listed in BEJ over period 2003-2005.

Sampling technique used here is purposive sampling on criterion (1) the company that trade their stocks in Bursa Efek Jakarta; (2) the company having insider ownership per December 2003-2005; and (3) the company that continually share their dividend per December 2003-2005. The data is obtained based on Indonesian Capital Market Directory (ICMD 2006) publication. It is gained sample amount of 40 companies from 272 non financial companies those are listed in BEJ. The analysis technique used here is multiple regression with the least square difference and hypothesis test using t-statistic to examine partial regression coefficient and f-statistic to examine the mean of mutual effect with level of significance 5%. In addition, classical assumption is also performed including normality test, multicollinearity test, heteroscedasticity test and autocorrelation test. While to examine the difference determining Insider ownership, Institutional ownership, IOS, ROA, and DER toward DPR in Multinational Company and Domestic Corporation companies those are listed in BEJ using Chow Test regression analysis

During 2003-2005 period show as deviation has not founded this indicate classic assumption that the available data has fulfill the condition to use multi linier regression model. In domestic corporation company, empirical evidence show ROA to have influence toward DPR at level of significance less than 5%, Managerial ownership, institutional ownership, IOS, dan DER have not influence toward DPR at level of significance more than 5%, While, in Multinational Company empirical evidence show managerial ownership, IOS, ROA, dan DER to have influence toward DPR at level of significance less than 5%.

Keywords: Insider ownership, Institutional ownership, IOS, ROA, and DER, and Dividend Payout Ratio (DPR)

ABSTRAK

Penelitian ini dilakukan untuk menguji pengaruh variabel Kepemilikan saham manajemen, kepemilikan saham institusi, IOS, ROA dan DER, terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR) pada perusahaan yang *listed* di BEJ periode 2003-2005.

Teknik sampling yang digunakan adalah *purposive sampling* dengan kriteria: (1) perusahaan yang selalu menyajikan laporan keuangan per Desember 2003-2005, (2) perusahaan yang sahamnya ikut dimiliki manajemen per Desember 2003-2005 dan (3) perusahaan yang secara kontinyu membagikan dividen per Desember 2003-2005. Data diperoleh berdasarkan publikasi *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD 2006). Diperoleh jumlah sampel sebanyak 40 perusahaan dari 272 perusahaan non keuangan yang terdaftar di BEJ. Teknik analisis yang digunakan adalah regresi berganda dengan persamaan kuadrat terkecil dan uji hipotesis menggunakan t-statistik untuk menguji koefisien regresi parsial serta f-statistik untuk menguji keberartian pengaruh secara bersama-sama dengan *level of significance* 5%. Selain itu juga dilakukan uji asumsi klasik yang meliputi uji normalitas, uji multikolinieritas, uji heteroskedastisitas dan uji autokorelasi. Sedangkan untuk menguji perbedaan pengaruh Kepemilikan saham manajemen, kepemilikan saham institusi, IOS, ROA dan DER terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR) pada perusahaan PMA dan PMDN di BEJ digunakan uji analisis regresi Chow Test

Selama periode pengamatan menunjukkan bahwa data penelitian berdistribusi normal. Berdasarkan hasil penelitian tidak ditemukan adanya penyimpangan asumsi klasik, hal ini menunjukkan bahwa data yang tersedia telah memenuhi syarat untuk menggunakan model persamaan regresi linier berganda. Dari hasil analisis pada perusahaan PMA menunjukkan bahwa hanya data ROA secara parsial signifikan terhadap DPR di BEJ periode 2003-2005 pada *level of significance* kurang dari 5%, sedangkan kepemilikan saham manajemen, kepemilikan saham institusi, IOS, dan DER tidak signifikan terhadap DPR dengan *level of significance* lebih besar dari 5%. Sementara pada perusahaan PMA variabel independen (kepemilikan saham manajemen, IOS, ROA, dan DER) berpengaruh terhadap DPR.

Kata Kunci: Kepemilikan saham manajemen, kepemilikan saham institusi, IOS, ROA dan DER, dan Dividend Payout Ratio (DPR)

KATA PENGANTAR

Penulis panjatkan puji dan syukur kehadirat Allah SWT atas karunia dan rahmat yang telah dilimpahkan-Nya, Khususnya dalam penyusunan laporan penelitian ini. Penulisan tesis ini dimaksudkan untuk memenuhi sebagian dari persyaratan-persyaratan guna memperoleh derajat sarjana S-2 Magister Manajemen pada Program Pasca Sarjana Universitas Diponegoro Semarang.

Penulis menyadari bahwa baik dalam pengungkapan, penyajian dan pemilihan kata-kata maupun pembahasan materi tesis ini masih jauh dari sempurna. Oleh karena itu dengan penuh kerendahan hati penulis mengharapkan saran, kritik dan segala bentuk pengarahannya dari semua pihak untuk perbaikan tesis ini.

Pada kesempatan ini penulis mengucapkan terima kasih pada semua pihak yang telah membantu dalam penyusunan tesis ini, khususnya kepada:

1. Bapak Prof. Dr. H Arifin Sabeni, MCom, Hons, Akt, selaku dosen pembimbing utama yang telah mencurahkan perhatian dan tenaga serta dorongan kepada penulis hingga selesainya tesis ini.
2. Bapak Drs. Mulyo Haryanto, MS, selaku dosen pembimbing anggota yang telah membantu dan memberikan saran-saran serta perhatian sehingga penulis dapat menyelesaikan tesis ini.
3. Para staff pengajar Program Pasca Sarjana Magister Manajemen Universitas Diponegoro yang telah memberikan ilmu manajemen melalui suatu kegiatan belajar mengajar dengan dasar pemikiran analitis dan pengetahuan yang lebih baik.

4. Para staff administrasi Program Pasca Sarjana Magister Manajemen Universitas Diponegoro yang telah banyak membantu dan mempermudah penulis dalam menyelesaikan studi di Program Pasca Sarjana Magister Manajemen Universitas Diponegoro.
5. Orang tua yang saya hormati, yang telah memberikan segala cinta dan perhatiannya yang begitu besar sehingga penulis merasa terdorong untuk menyelesaikan cita-cita dan memenuhi harapan keluarga.
6. Teman-teman kuliah, yang telah memberikan sebuah persahabatan dan kerjasama yang baik selama menjadi mahasiswa di Program Pasca Sarjana Magister Manajemen Universitas Diponegoro Semarang

Hanya doa yang dapat penulis panjatkan semoga Allah SWT berkenan membalas semua kebaikan Bapak, Ibu, Saudara dan teman-teman sekalian. Akhir kata, semoga penelitian ini dapat bermanfaat bagi pihak yang berkepentingan.

Semarang, 30 November 2007

Suwendra Kumar

DAFTAR ISI

| | |
|--|-----|
| Halaman Judul | i |
| Halaman Sertifikasi..... | ii |
| Halaman Pengesahan Tesis..... | iii |
| Abstract | iv |
| Abstrak | v |
| Kata Pengantar | vi |
| BAB I PENDAHULUAN | |
| 1.1. Latar Belakang Masalah..... | 1 |
| 1.2. Perumusan Masalah | 12 |
| 1.3. Tujuan Penelitian | 13 |
| 1.4. Kegunaan Penelitian | 14 |
| BAB II TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN MODEL | |
| 2.1. Telaah Pustaka dan Pengembangan Hipotesis | 15 |
| 2.2. Penelitian Terdahulu | 34 |
| 2.3. Perbedaan Penelitian ini dengan Penelitian Terdahulu..... | 40 |
| 2.4. Kerangka Pemikiran Penelitian..... | 41 |
| 2.5. Definisi Operasional Variabel..... | 42 |
| BAB III METODE PENELITIAN | |
| 3.1. Jenis dan Sumber Data | 45 |
| 3.2. Populasi dan Sampel | 45 |
| 3.3. Metode Pengumpulan Data | 47 |
| 3.4. Teknik Analisis | 47 |

| | |
|--|----|
| 3.5. Uji Asumsi Klasik | 48 |
| 3.6. Pengujian Hipotesis | 51 |
| BAB IV ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN | |
| 4.1. Data Deskriptif..... | 54 |
| 4.2. Pembahasan dan Hasil Analisis | 56 |
| BAB V SIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN | |
| 5.1. Simpulan | 71 |
| 5.2. Implikasi Teoritis | 72 |
| 5.2. Implikasi Kebijakan | 73 |
| 5.3. Keterbatasan Penelitian..... | 74 |
| 5.4. Agenda Penelitian Mendatang | 75 |
| Daftar Pustaka | 76 |

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang Masalah

Aktivitas investasi merupakan aktivitas yang dihadapkan pada berbagai macam resiko dan ketidakpastian yang seringkali sulit diprediksikan oleh para investor. Untuk mengurangi kemungkinan resiko dan ketidakpastian yang akan terjadi, investor memerlukan berbagai macam informasi, baik informasi yang diperoleh dari kinerja perusahaan maupun informasi lain yang relevan seperti kondisi ekonomi dan politik dalam suatu negara. Informasi yang diperoleh dari perusahaan lazimnya didasarkan pada kinerja perusahaan yang tercermin dalam laporan keuangan. Sesuai dengan Standar Akuntansi Keuangan (SAK) 1999 mewajibkan bagi setiap perusahaan (terutama perusahaan publik) wajib menyajikan laporan keuangan, baik laporan keuangan interim/ *quarter (unaudit)* maupun laporan keuangan tahunan/ *annual (audited)*. Laporan keuangan tahunan (yang telah di audit) antara lain dipublikasikan oleh *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)* yang memuat laporan neraca dan laporan laba rugi, serta catatan yang berhubungan dengan laporan keuangan tersebut. Berdasarkan laporan keuangan, investor dapat mengetahui kinerja perusahaan dalam kemampuannya untuk menghasilkan profitabilitas dan besarnya pendapatan dividen perlembar saham (*dividend per share*). (Robert Ang, 1997).

Investor mempunyai tujuan utama dalam menanamkan dananya kedalam perusahaan yaitu untuk mencari pendapatan atau tingkat kembalian investasi (*return*) baik berupa pendapatan dividen (*dividend yield*) maupun pendapatan dari selisih harga jual saham terhadap harga belinya (*capital gain*). Dalam hubungannya dengan pendapatan dividen, para investor umumnya menginginkan pembagian dividen yang relatif stabil, karena dengan stabilitas deviden dapat meningkatkan kepercayaan investor terhadap perusahaan sehingga mengurangi ketidakpastian investor dalam menanamkan dananya kedalam perusahaan. Di sisi lain, perusahaan yang akan membagikan dividen dihadapkan pada berbagai macam pertimbangan antara lain: perlunya menahan sebagian laba untuk re-investasi yang mungkin lebih menguntungkan, kebutuhan dana perusahaan, likuiditas perusahaan, sifat pemegang saham, target tertentu yang berhubungan dengan rasio pembayaran dividen dan faktor lain yang berhubungan dengan kebijakan deviden (Brigham, 2005).

Husnan (1989) menyatakan bahwa perusahaan dalam mengelola keuangannya selalu dihadapkan pada tiga permasalahan penting yang saling berkaitan. Ketiga permasalahan tersebut adalah keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan untuk menentukan berapa banyak dividen yang harus dibagikan kepada para pemegang saham. Keputusan-keputusan tersebut akan mempunyai pengaruh terhadap nilai perusahaan yang tercermin dari harga pasar perusahaan.

Alasan penelitian ini menggunakan *dividend payout ratio (DPR)* sebagai variabel dependen dikarenakan DPR pada hakikatnya adalah menentukan porsi keuntungan yang akan dibagikan kepada para pemegang saham, dan yang akan ditahan sebagai

bagian dari laba ditahan. Miller dan Modigliani (1961) dalam Saxena (1999), telah mengembangkan *irrelevant dividend*, yang selanjutnya disusul dengan beberapa studi yang membahas tentang pembayaran dividen dan berbagai variasi dalam kebijakan pembayaran dividen dengan memfokuskan pada ketidaksempurnaan pasar. Brigham (2005) juga mengatakan bahwa manajer percaya bahwa investor lebih menyukai perusahaan yang mengikuti *dividend payout ratio* yang stabil.

Alasan penggunaan kepemilikan manajerial, kepemilikan institusi, *investment opportunity set* (IOS), *return on asset* (ROA) dan *debt equity ratio* (DER) sebagai variabel independen dikarenakan adanya research gap dari beberapa penelitian terdahulu. Berdasarkan hasil penelitian berikut menunjukkan beberapa research gap untuk beberapa variabel yang berpengaruh terhadap DPR yaitu: (1) kepemilikan manajerial dinyatakan berpengaruh negatif terhadap DPR (Jensen et al., 1992; Chen dan Steiner, 1999; Syukriy Abdullah, 2001; Mahadwartha dan Hartono, 2002; Amidu dan Abor, 2006), namun kontradiktif dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Hatta (2002); dan Ismiyanti dan Hanafi (2003) yang tidak menunjukkan adanya pengaruh yang signifikan atas kepemilikan manajerial terhadap DPR, (2) Kepemilikan institusi dinyatakan tidak berpengaruh signifikan terhadap DPR (Hatta, 2002) sehingga perlu dilakukan penelitian lanjutan, (3) IOS dinyatakan berpengaruh signifikan positif terhadap DPR (Mahadwartha dan Hartono, 2002), namun kontradiktif dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Ismiyanti dan Hanafi (2003) yang menunjukkan adanya pengaruh negatif IOS terhadap DPR, dan (4) *Return on asset* (ROA) dinyatakan tidak berpengaruh signifikan terhadap DPR (Jensen et al., 1992; dan Sunarto dan Kartika, 2003), namun kontradiktif dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Wahidahwati (2002) dan Amidu dan Abor (2006) yang menunjukkan adanya pengaruh positif ROA terhadap DPR sehingga perlu dilakukan penelitian lanjutan, dan (5) *Debt equity ratio* (DER) dinyatakan berpengaruh positif terhadap DPR (Jensen et al., 1992; dan Wahidahwati, 2002), namun kontradiktif dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Chang dan Rhee (1990) yang menunjukkan adanya pengaruh negatif DER terhadap DPR. Data perusahaan yang membagikan dividen pada perusahaan PMA dan PMDN dapat dijelaskan pada Tabel 1.1 dan Tabel 1.2 sebagai berikut:

Tabel 1.1:

**Data Rata-rata Perusahaan Yang Membagikan Dividen Perusahaan PMA
Periode 2003-2005**

| Variabel | 2003 | 2004 | 2005 |
|----------------------------|-------|-------|-------|
| Kepemilikan Manajerial (%) | 1,11 | 1,10 | 1,10 |
| Kepemilikan Institusi (%) | 76,50 | 78,32 | 81,18 |
| IOS (%) | 0,68 | 1,01 | 1,09 |
| ROA (%) | 6,66 | 11,80 | 9,89 |
| Debt to Equity (%) | 0,55 | 0,47 | 0,65 |
| Dividend Payout (%) | 93,19 | 21,29 | 24,52 |

Sumber: ICMD 2006

Tabel 1.2:

Data Rata-rata Perusahaan Yang Membagikan Dividen Perusahaan PMDN

Periode 2003-2005

| Variabel | 2003 | 2004 | 2005 |
|-----------------------------------|-------------|-------------|-------------|
| Kepemilikan Manajerial (%) | 9,33 | 9,12 | 8,73 |
| Kepemilikan Institusi (%) | 64,27 | 60,91 | 60,75 |
| IOS (%) | 1,12 | 3,39 | 1,40 |
| ROA (%) | 5,16 | 6,19 | 5,87 |
| Debt to Equity (%) | 1,17 | 1,12 | 1,10 |
| Dividend Payout (%) | 20,58 | 23,01 | 24,42 |

Sumber: ICMD 2006

Penelitian ini menggunakan sampel pada perusahaan yang go publik di Bursa Efek Jakarta (BEJ) pada periode tahun 2003 sampai dengan tahun 2005, dikarenakan perusahaan-perusahaan tersebut sudah mengumumkan laporan keuangannya secara terbuka. Berdasarkan perusahaan yang go publik di Bursa Efek Jakarta periode tahun 2003 sampai dengan tahun 2005 ada sejumlah 41 perusahaan PMA yang listing di BEJ atau 12,42% dan sejumlah 289 perusahaan PMDN yang listing di BEJ atau 87,58%. Dari 41 perusahaan PMA yang listing di BEJ ada sejumlah 13 perusahaan yang membagikan dividen atau sebesar 31,70% dan dari 289 perusahaan PMDN ada sejumlah 39 perusahaan PMDN yang membagikan dividen atau sebesar 13,49%. Melihat kenyataan tersebut perusahaan PMA secara prosentase lebih banyak yang membagikan dividen daripada perusahaan PMDN padahal secara populasi perusahaan PMDN lebih banyak jumlahnya. Melihat adanya fenomena tersebut maka perlu dilakukan penelitian tentang faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen dan bagaimana perbedaannya pada perusahaan PMA dan PMDN (Husnan, 2001)

Tabel 1.3:

Perusahaan PMA dan PMDN

| No | Status Kepemilikan | Jumlah perusahaan yang Listing (%) | Jumlah perusahaan Yang Membagi Dividen (%) |
|-----------|---------------------------|---|---|
| 1 | PMA | 41 (12,42%) | 5 (12,20%) |
| 2 | PMDN | 289 (87,58%) | 35 (12,11%) |

Sumber: ICMD 2006

Kebijakan dividen merupakan keputusan untuk menentukan berapa banyak dividen yang harus dibagikan kepada para pemegang saham. Kebijakan ini bermula dari bagaimana perlakuan manajemen terhadap keuntungan yang diperoleh perusahaan yang pada umumnya sebagian dari penghasilan bersih setelah pajak (EAT) dibagikan kepada para investor dalam bentuk dividen dan sebagian lagi diinvestasikan kembali ke perusahaan dalam bentuk laba ditahan. Laba ditahan merupakan salah satu dari sumber dana yang paling penting untuk membiayai pertumbuhan perusahaan, sedangkan dividen merupakan aliran kas yang dibayarkan kepada para investor. Perusahaan selalu menginginkan adanya pertumbuhan bagi perusahaan bersangkutan di satu pihak dan juga dapat

membayarkan dividen kepada para investor di lain pihak, tetapi kedua tujuan tersebut selalu bertentangan (Riyanto, 1995).

Husnan (1989) menyatakan bahwa perusahaan lebih suka menahan keuntungan daripada membagikan dalam bentuk dividen, sedangkan investor lebih menyukai pembayaran dividen saat ini daripada menundanya untuk direalisasi dalam bentuk *capital gain*. Oleh karena adanya kepentingan yang berbeda antara pihak perusahaan dengan investor, maka perusahaan harus dapat mengambil suatu kebijakan dividen yang membawa manfaat khususnya bagi peningkatan kemakmuran para pemegang saham.

Komposisi kepemilikan dari perusahaan-perusahaan yang telah *go public* dan tercatat di Bursa Efek Jakarta berbeda dengan komposisi perusahaan yang belum *go public*. Perbedaan yang sangat nyata adalah bahwa pada perusahaan yang telah *go public* terdapat komposisi kepemilikan yang dimiliki oleh masyarakat umum(publik), sedangkan pada perusahaan yang tertutup hal tersebut belum tentu ada. Adanya komposisi kepemilikan yang dimiliki oleh publik ini tentu menimbulkan implikasi bagi perusahaan. Pemegang saham dari kalangan publik ini akan meminta imbal hasil dari investasi yang dilakukan pada suatu perusahaan dalam bentuk dividen. Sementara itu pihak internal dalam perusahaan akan merasa keberatan apabila nilai dividen yang diberikan kepada pemegang saham memiliki jumlah yang besar, karena pihak internal dapat memiliki keinginan untuk menggunakan keuntungan yang diperoleh untuk memperluas kegiatan operasinya (benturan kepentingan ini seringkali) dibahas dalam teori keagenan (*agency theory*).

Berdasarkan teori keagenan, diketahui bahwa kepentingan manajer selaku pengelola perusahaan akan dapat berbeda dengan kepentingan pemegang saham (Elloumi dan Gueyie, 2001). Manajer dapat mengambil tindakan yang diperlukan untuk meningkatkan keuntungan pribadi, berlawanan dengan upaya untuk memaksimalkan harga saham yang menjadi tujuan dari pemegang saham. Tingkat asimetri informasi akan cenderung relative tinggi pada perusahaan dengan tingkat kesempatan investasi yang baik. Manajer memiliki informasi tentang nilai proyek di masa mendatang dan tindakan mereka tidaklah dapat diawasi dengan detail oleh pemegang saham. Sehingga biaya agensi antara manajer dengan pemegang saham akan meningkat, pada perusahaan dengan kesempatan investasi yang tinggi. Pemegang saham perusahaan tersebut akan sangat mungkin bergantung kepada insentif guna memotivasi manajer untuk melakukan kepentingannya, hal ini tentu akan berdampak pada pembagian deviden perusahaan. Sehingga seringkali pembahasan mengenai dividen haruslah mengacu pada kerangka teori keagenan.

Teori keagenan (*agency theory*) telah menjadi basis penelitian yang kuat dalam disiplin keuangan dan akuntansi (Syukri Abdullah, 2001). Dalam kajian tentang keuangan perusahaan, penekanan pada kebijakan manajemen yang berkaitan dengan kemakmuran manajer dan kemakmuran pemilik perusahaan, seperti kebijakan struktur modal, kebijakan dividend an kepemilikan manajerial merupakan topik yang diteliti secara luas dan mendalam untuk melihat bagaimana pola konflik kepentingan di antara manajer dan pemilik perusahaan.

Aplikasi teori keagenan (*agency theory*) semakin nyata dan jelas dalam kajian tentang perusahaan yang telah memanfaatkan sumber dana dari pasar modal. Teori asimetri informasi yang menyatakan adanya perbedaan kepemilikan

informasi antara manajer dengan investor (dimana manajer memiliki informasi yang lebih lengkap daripada investor), memberi pemahaman dan bukti empiris bahwa terdapat biaya dalam hubungan antara manajer (pihak internal) dan investor (Syukriy Abdullah, 2001) menjelaskan bagaimana biaya tersebut terjadi berdasarkan teori ekonomi yang memandang hubungan diantara kedua belah pihak sebagai suatu pemberian wewenang oleh pemilik kepada manajer untuk bertindak dalam garis kepentingan pemilik.

Masalah keagenan yang terjadi disebabkan adanya kemungkinan manajemen bertindak tidak sesuai dengan keinginan principal, karena manajemen berkeinginan untuk meningkatkan kemakmurannya. Selain itu manajemen juga dapat memilih struktur modal perusahaan, struktur kepemilikan dan kebijakan dividen yang menurunkan biaya keagenan (*agency cost*) yang terjadi dalam konflik kepentingan tersebut.

Teori keagenan memberikan beberapa cara untuk mengurangi biaya keagenan, yang tiga di antaranya diteliti oleh Crutchley dan Hansen (1999), yakni :

1. Dengan meningkatkan kepemilikan atas saham biasa perusahaan, berarti semakin mendekatkan kepentingan manajer dengan kepentingan investor publik / eksternal (Syukriy Abdullah, 2001).
2. Menaikkan dividen (Rozeff, 1982). Pembayaran dividen yang lebih besar akan meningkatkan kemungkinan untuk memperbesar modal dari hutang. Penambahan modal dari pemodal eksternal baik melalui *Initial Public Offering* (IPO) ataupun *right issue* akan meningkatkan *monitoring* atau pengawasan dari pihak-pihak yang terkait dengan pasar modal seperti Bapepam, penjamin emisi dan investor. *Monitoring* ini mendorong manajer

untuk bekerja lebih baik sehingga lebih mendekati kepentingan pemegang saham.

3. Dengan menggunakan pembiayaan dari hutang (Jensen dan Meekling, 1976 dalam Syukriy Abdullah, 2001). Penggunaan hutang yang lebih besar menurunkan biaya dari modal sendiri sehingga mengurangi konflik manajer dengan pemegang saham. Namun pembiayaan dengan hutang menimbulkan konflik antara investor dan kreditur yang menambah biaya keagenan. Hutang perusahaan yang semakin besar berarti memperbesar resiko kebangkrutan yang ditanggung oleh pemegang saham, sehingga pemegang saham cenderung mendorong manajer untuk melakukan investasi yang memiliki imbal hasil yang lebih tinggi.

Ketiga cara yang melibatkan kepemilikan manajerial, kebijakan dividen dan kebijakan hutang tersebut telah memperoleh perhatian para peneliti, sehingga terdapat beberapa penelitian yang melakukan kajian mengenai hubungan maupun pengaruh dari kepemilikan manajerial, kebijakan dividen dan kebijakan hutang satu sama lain. Di Indonesia, penelitian mengenai hal tersebut telah dilakukan oleh Syukriy Abdullah (2001), P.A. Mahadwartha dan Jogiyanto Hartono (2002), Wahidahwati (2002), dan Fitri Ismiyanti dan M.Hanafi (2003).

Syukriy Abdullah (2001) melakukan kajian mengenai pengaruh dari kepemilikan manajerial, kebijakan hutang, laba dan pertumbuhan perusahaan terhadap *dividen payout ratio* dari perusahaan-perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Jakarta selama periode 1994-1996 yang dipilih secara *purposive*. Hasil penelitian Syukriy Abdullah (2001) adalah bahwa kepemilikan manajerial dan tingkat pertumbuhan perusahaan memiliki pengaruh negatif terhadap *dividend*

payout ratio. Artinya bila kepemilikan saham yang dimiliki manajemen meningkat, maka manajer akan semakin berhati-hati dalam menjalankan aktivitas operasionalnya, hal tersebut dapat menurunkan dividen dengan asumsi perusahaan sedang melakukan ekspansi usaha.

Hatta (2002) menguji pengaruh antara pertumbuhan asset, insider ownership, free cash flow dan Ukuran perusahaan terhadap Dividen Payout Ratio (DPR), dimana hasil penelitiannya menunjukkan bahwa hanya pertumbuhan asset yang berpengaruh signifikan terhadap DPR pada perusahaan manufaktur yang listed di BEJ periode 1993-1999, sementara ketiga variabel lainnya yaitu insider ownership, free cash flow dan ukuran perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap DPR.

P.A. Mahadwartha dan Jogiyanto Hartono (2002) meneliti tentang pengaruh *investment opportunity set*, kepemilikan manajerial, ukuran perusahaan dan kebijakan hutang terhadap dividend payout ratio dari perusahaan-perusahaan sektor manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Jakarta pada periode 1990-2000. Hasil penelitian P.A. Mahadwartha dan Jogiyanto Hartono (2002) adalah bahwa kebijakan hutang, *investment opportunity set* memiliki pengaruh positif terhadap dividend payout ratio. Sedangkan kepemilikan manajerial dan ukuran perusahaan memiliki pengaruh negatif terhadap *dividend payout ratio*.

Wahidahwati (2002) melakukan penelitian yang salah satunya mengkaji tentang variabel-variabel yang mempengaruhi dividend payout ratio. Variabel bebas yang diteliti adalah kepemilikan manajerial, kebijakan hutang, resiko, ukuran perusahaan, pengeluaran modal, ROA dan tingkat pertumbuhan dari perusahaan-perusahaan sektor manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Jakarta pada periode

1993-1996. Hasil penelitian Wahidahwati (2002) adalah bahwa hanya variabel pengeluaran modal dan ROA yang mempengaruhi *dividend payout ratio*. Pengaruh pengeluaran modal terhadap dividend payout ratio adalah negatif, sementara pengaruh ROA terhadap *dividend payout ratio* adalah positif.

Fitri Ismiyanti dan M.Hanafi (2003) melakukan penelitian yang mengkaji pengaruh kebijakan hutang, kepemilikan manajerial, resiko, kepemilikan institusi, ROA dan aset tetap terhadap kebijakan dividen yang diukur dari dividend payout ratio dari perusahaan-perusahaan yang bergerak di sektor manufaktur di Bursa Efek Jakarta antara tahun 1998-2001. Hasil penelitian Fitri Ismiyanti dan M.Hanafi (2003) adalah bahwa resiko dan aset tetap memiliki pengaruh negatif terhadap *dividend payout ratio*.

Amidu dan Abor (2006) menguji faktor-faktor yang mempengaruhi dividend payout ratio pada 22 perusahaan yang listed di Ghana Stock Exchange pada periode tahun 1998-2003. Variabel-variabel yang digunakan untuk memprediksi DPR adalah: *profitability, cash flow, tax, risk, insider ownership, growth*, dan *market to book value*. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa *profitability, cash flow, tax* berpengaruh signifikan positif terhadap DPR, sementara *risk, insider ownership, growth*, dan *market to book value* berpengaruh signifikan negatif terhadap DPR.

1.2. Perumusan Masalah

Berdasar analisis laporan keuangan yang menunjukkan bahwa terdapat perbedaan dalam menentukan kebijakan dividen antara perusahaan PMA dan PMDN, dimana perusahaan PMA secara prosentase lebih banyak membagikan dividen (12,10%) dari pada perusahaan PMDN (12,11%) meski perusahaan PMA mempunyai populasi yang lebih kecil (12,42%) daripada perusahaan

PMDN (87,58%). Berdasarkan hal tersebut maka dirumuskan pertanyaan penelitian (*research question*) sebagai berikut :

1. Bagaimana pengaruh kepemilikan manajerial terhadap *dividend payout ratio* pada perusahaan PMDN?
2. Bagaimana pengaruh kepemilikan institusi terhadap *dividend payout ratio* pada perusahaan PMDN?
3. Bagaimana pengaruh *investment opportunity set* (IOS) terhadap *dividend payout ratio* pada perusahaan PMDN?
4. Bagaimana pengaruh *return on asset* (ROA) terhadap *dividend payout ratio* pada perusahaan PMDN?
5. Bagaimana pengaruh *debt equity ratio* (DER) terhadap *dividend payout ratio* pada perusahaan PMDN?
6. Bagaimana pengaruh kepemilikan manajerial terhadap *dividend payout ratio* pada perusahaan PMA?
7. Bagaimana pengaruh kepemilikan institusi terhadap *dividend payout ratio* pada perusahaan PMA?
8. Bagaimana pengaruh *investment opportunity set* (IOS) terhadap *dividend payout ratio* pada perusahaan PMA?
9. Bagaimana pengaruh *return on asset* (ROA) terhadap *dividend payout ratio* pada perusahaan PMA?
10. Bagaimana pengaruh *debt equity ratio* (DER) terhadap *dividend payout ratio* pada perusahaan PMA?

1.3. Tujuan Penelitian

Tujuan penelitian adalah sebagai berikut :

1. Untuk menganalisis pengaruh kepemilikan manajerial terhadap *dividend payout ratio* pada perusahaan PMDN.
2. Untuk menganalisis pengaruh kepemilikan institusi terhadap *dividend payout ratio* pada perusahaan PMDN.
3. Untuk menganalisis pengaruh *investment opportunity set* (IOS) terhadap *dividend payout ratio* pada perusahaan PMDN.
4. Untuk menganalisis pengaruh *return on asset* (ROA) terhadap *dividend payout ratio* pada perusahaan PMDN.
5. Untuk menganalisis pengaruh *debt equity ratio* (DER) terhadap *dividend payout ratio* pada perusahaan PMDN.
6. Untuk menganalisis pengaruh kepemilikan manajerial terhadap *dividend payout ratio* pada perusahaan PMA.
7. Untuk menganalisis pengaruh kepemilikan institusi terhadap *dividend payout ratio* pada perusahaan PMA.
8. Untuk menganalisis pengaruh *investment opportunity set* (IOS) terhadap *dividend payout ratio* pada perusahaan PMA.
9. Untuk menganalisis pengaruh *return on asset* (ROA) terhadap *dividend payout ratio* pada perusahaan PMA.
10. Untuk menganalisis pengaruh *debt equity ratio* (DER) terhadap *dividend payout ratio* pada perusahaan PMA.

1.4. Kegunaan Penelitian

Kegunaan penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Bagi perusahaan yang telah tercatat di Bursa Efek Jakarta, diharapkan penelitian ini dapat memberikan masukan terhadap kebijakan dividennya.
2. Bagi investor saham di Bursa Efek Jakarta, diharapkan penelitian ini dapat menjadi referensi dalam melakukan investasi saham di Bursa Efek Jakarta terutama bagi investor yang memiliki tujuan investasi untuk memperoleh dividen.
3. Bagi peneliti yang tertarik untuk melakukan kajian di bidang yang sama, diharapkan penelitian ini dapat menjadi landasan teoritis dan empiris bagi peneliti selanjutnya.

BAB II

TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN MODEL

2.1. Telaah Pustaka dan Pengembangan Hipotesis

Teori utama yang digunakan dalam penelitian ini adalah teori dividend policy dan teori keagenan (*agency theory*) yang melibatkan investor, manager dan pihak yang memberikan hutang (kreditor) dan variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini terkait dengan teori keagenan tersebut. Teori keagenan (*agency theory*) telah menjadi basis penelitian yang kuat dalam disiplin keuangan dan akuntansi (Syukriy Abdullah, 2001). Dalam kajian tentang keuangan perusahaan, penekanan pada kebijakan manajemen yang berkaitan dengan kemakmuran manager dan kemakmuran pemilik perusahaan, seperti kebijakan struktur modal, kebijakan dividen dan kepemilikan manajerial merupakan topik yang diteliti secara luas dan mendalam untuk melihat bagaimana pola konflik kepentingan di antara manager dan pemilik perusahaan. Oleh sebab itu, terlebih dahulu akan dijabarkan konsep teori keagenan sebelum menjelaskan konsep-konsep yang digunakan.

2.1.1. Teori Kebijakan Dividen (*Dividend Policy Theory*)

Dividen payout ratio adalah suatu keputusan untuk menentukan berapa besar bagian dari pendapatan perusahaan yang akan dibagikan kepada para pemegang saham dan yang akan diinvestasikan kembali (*reinvestment*) atau ditahan (*retained*) di dalam perusahaan. Dari pengertian tersebut, *dividen payout ratio* didasarkan pada rentang pertimbangan antara kepentingan pemegang saham disatu sisi, dan kepentingan perusahaan disisi yang lain.

Secara umum tidak ada aturan umum yang secara universal dapat diterapkan pada keputusan pemegang saham dan manajemen tentang dividen. Hal terbaik yang dapat dikatakan adalah bahwa nilai dividen tergantung pada

lingkungan pengambil keputusan. Oleh karena lingkungan tersebut berubah sewaktu-waktu, seorang manajer dihadapkan dengan tidak relevannya dividen pada waktu tertentu dan dalam waktu tertentu menjadi sesuatu yang utama atau penting.

Dari penelitian-penelitian terdahulu mengenai *dividen payout ratio*, dihasilkan beberapa teori yang sampai saat ini dijadikan sebagai referensi dan literatur untuk penelitian-penelitian selanjutnya. Pendapat dan teori tersebut digunakan sebagai pedoman dan acuan, teori mana yang relevan dan sesuai dengan kebijakan atau kondisi masing-masing perusahaan dan negara. Berikut ini dijelaskan beberapa teori tentang *dividen payout ratio* dan asumsi-asumsi yang mendasarinya:

1. Dividen tidak relevan (Modigliani dan Miller, 1961).

Menurut Modigliani dan Miller (MM) (1961), *dividen payout ratio* tidak mempunyai pengaruh pada harga saham perusahaan atau biaya modalnya. MM menyatakan bahwa *dividen payout ratio* adalah tidak relevan, selanjutnya harga saham ditentukan oleh *earning power* dari aset perusahaan. Sementara itu keputusan apakah laba yang diperoleh akan dibagikan dalam bentuk dividen atau akan ditahan tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Untuk membuktikan teorinya MM mengemukakan berbagai asumsi sebagai berikut :

- a. tidak ada pajak perseorangan dan pajak penghasilan perusahaan,
- b. tidak ada biaya emisi atau *flotation cost* dan biaya transaksi,
- c. kebijakan penganggaran modal perusahaan independen terhadap *dividen payout ratio*,
- d. investor dan manajer mempunyai informasi yang sama tentang kesempatan investasi di masa yang akan datang,

- e. distribusi pendapatan diantara dividen dan laba ditahan tidak berpengaruh terhadap tingkat keuntungan yang disyaratkan oleh investor.

2. *Bird in the hand Theory* (Gordon dan Lintner, 1956).

Salah satu asumsi dari teori MM menyatakan bahwa *dividen payout ratio* tidak mempengaruhi tingkat keuntungan yang disyaratkan oleh investor. Sementara itu menurut Gordon dan Lintner (1956), tingkat keuntungan yang disyaratkan akan naik apabila pembagian dividen dikurangi karena investor lebih yakin terhadap penerimaan dividen dari pada kenaikan nilai modal (*capital gain*) yang akan dihasilkan dari laba yang ditahan. MM berpendapat dan telah dibuktikan secara matematis, investor merasa sama saja apakah menerima dividen saat ini atau menerima *capital gain* di masa yang akan datang. Dengan kata lain, tingkat keuntungan yang disyaratkan tidak dipengaruhi oleh *dividen payout ratio*. Pendapat Gordon dan Lintner, (1956) oleh MM diberi nama the *bird in the hand fallacy*. Gordon dan Lintner beranggapan investor memandang bahwa satu burung di tangan lebih berharga dari pada seribu burung di udara. Sementara ini MM berpendapat bahwa tidak semua investor berkepentingan untuk menginvestasikan kembali dividen mereka di perusahaan yang sama dengan memiliki resiko yang sama, oleh sebab itu tingkat resiko pendapatan mereka di masa yang akan datang bukannya ditentukan oleh *dividen payout ratio* tetapi ditentukan oleh tingkat resiko investasi baru.

3. *Tax Preference Theory* (Litzenberger dan Ramaswamy, 1979).

Jika *capital gain* dikenakan pajak dengan tarif lebih rendah dari pada pajak atas dividen, maka saham yang memiliki pertumbuhan tinggi akan direspon

positif oleh investor. Tetapi sebaliknya jika *capital gain* dikenai pajak yang sama dengan pendapatan atas dividen, maka keuntungan *capital gain* menjadi berkurang. Namun demikian pajak atas *capital gain* masih lebih baik dibandingkan dengan pajak atas dividen karena pajak atas *capital gain* baru dibayar setelah saham dijual, sementara pajak atas dividen harus dibayar setiap tahun setelah pembayaran dividen. Selain itu periode investasi juga mempengaruhi pendapatan investor. Jika investor hanya membeli saham untuk jangka waktu satu tahun, maka tidak ada bedanya antara pajak atas *capital gain* dan pajak atas dividen. Jadi investor akan meminta tingkat keuntungan setelah pajak yang lebih tinggi terhadap saham yang memiliki *dividend yield* yang tinggi dari pada saham dengan *dividend yield* yang rendah. Oleh karenanya teori ini menyarankan bahwa perusahaan sebaiknya menentukan *dividend payout ratio* yang rendah atau bahkan tidak membagikan dividen.

2.1.2. Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Jensen dan Meckling (1976) dalam Adhi A.W.(2002) mengemukakan teori keagenan menjelaskan bahwa kepentingan manajemen dan kepentingan pemegang saham seringkali bertentangan, sehingga bisa menyebabkan terjadinya konflik diantara keduanya. Hal tersebut terjadi karena manager cenderung berusaha mengutamakan kepentingan pribadi. Pemegang saham tidak menyukai kepentingan pribadi manager, karena hal tersebut akan menambah biaya bagi perusahaan sehingga akan menurunkan keuntungan yang diterima. Konflik antara manager dan pemegang saham dapat dikurangi dengan suatu mekanisme pengawasan yang dapat

mensejajarkan kepentingan-kepentingan yang terkait tersebut. Namun dengan munculnya mekanisme tersebut akan menimbulkan biaya yang disebut *agency cost*. *Agency cost* ini dapat berupa *agency cost of equity*.

Pembayaran dividen akan menjadi alat monitoring sekaligus bonding bagi manajemen (Putu A.M dan Jogiyanto Hartono, 2002). Pembagian dividen ini akan membuat pemegang saham mempunyai tambahan return selain dari capital gain. Dividen ini juga membuat pemegang saham mempunyai kepastian pendapatan dan mengurangi *agency cost of equity* karena tindakan perquisites misalnya biaya perjalanan dinas dan akomodasi kelas aatu yang dilakukan oleh manajemen terhadap *cash flow* perusahaan seiring dengan menurunnya biaya monitoring karena pemegang saham yakin bahwa kebijakan manajemen akan menguntungkan dirinya (Crutchley dan Hansen, 1989). Selain . itu perusahaan yang go public berarti telah menjalankan proses penyaringan yang ketat melalui auditor dan Badan Pengawas Pasar Modal (BAPEPAM) serta investor publik dari luar perusahaan akan membantu mengawasi manajer demi kepentingan pemilik saham di luar manajemen.

Berdasarkan teori keagenan, diketahui bahwa kepentingan manajer selaku pengelola perusahaan akan dapat berbeda dengan kepentingan pemegang saham (Elloumi dan Gueyie, 2001). Manajer dapat mengambil tindakan yang diperlukan untuk meningkatkan kesejahteraan pribadinya, berlawanan dengan upaya untuk memaksimalkan nilai pasar. Konflik kepentingan yang sangat potensial ini menyebabkan pentingnya suatu mekanisme yang diterapkan guna melindungi kepentingan pemegang saham (Jensen dan Meekling, 1976 dalam Elloumi dan Gueyie, 2001).

Tingkat asimetri informasi akan cenderung relative tinggi pada perusahaan dengan tingkat kesempatan investasi yang besar. Manajer memiliki informasi tentang nilai proyek di masa mendatang dan tindakan mereka tidaklah dapat diawasi dengan detail oleh pemegang saham. Sehingga biaya agensi antara manajer dengan pemegang saham akan makin meningkat pada perusahaan dengan kesempatan investasi yang tinggi. Pemegang saham perusahaan tersebut akan sangat mungkin bergantung pada insentif guna memotivasi manajer untuk melakukan kepentingannya, hal tersebut akan berdampak pada pembagian dividen perusahaan. Sehingga seringkali pembahasan mengenai dividen haruslah mengacu pada kerangka teori keagenan.

2.1.3. Hubungan antara *Dividend Payment* dan *Agency Cost*

Dividen dapat digunakan untuk memperkecil masalah keagenan antara manajer dan pemegang saham (Jensen *et al.* 1992). *Agency theory* menurut Jensen dan Meckling (1976) adalah hubungan antara pemberi kerja (*prinsipal*) dan penerima tugas (agen) untuk melaksanakan pekerjaan. Dalam manajemen keuangan, hubungan keagenan muncul antara pemegang saham dengan manajer, dan antara pemegang saham dengan kreditor. Potensi timbulnya masalah keagenan antara pemegang saham dengan manajer jika manajer memiliki kurang dari 100% saham perusahaan. Karena tidak semua keuntungan akan dapat dinikmati oleh manajer, mereka tidak akan hanya berkonsentrasi pada maksimisasi kemakmuran pemegang saham (Brigham, 1996). Menurut Jensen dan Meckling (1976), perbedaan kepentingan antara manajer dan pemegang saham sangat rentan terjadi. Penyebabnya karena para pengambil keputusan tidak perlu menanggung resiko akibat adanya kesalahan dalam pengambilan keputusan bisnis, begitu pula jika

mereka tidak dapat meningkatkan nilai perusahaan. Resiko tersebut sepenuhnya ditanggung oleh para pemilik. Karena tidak menanggung resiko dan tidak mendapat tekanan dari pihak lain dalam mengamankan investasi para pemegang saham, maka pihak manajemen cenderung membuat keputusan yang tidak optimal.

Jensen *et al.* (1992) menghubungkan interaksi antara *dividen payout ratio* dan kepemilikan saham manajemen untuk menunjukkan ketidaksimetrisan antara pemilik (*insiders*) dan investor luar. Jensen, menemukan bahwa keputusan finansial perusahaan dan kepemilikan saham manajemen memiliki ketergantungan satu dengan yang lainnya. Dengan demikian, menurut *agency theory*, para manajer cenderung bertindak untuk mengejar kepentingan mereka sendiri, bukan berdasarkan maksimalisasi nilai dalam pengambilan keputusan pendanaan (Jensen dan Meckling, 1976). Berdasarkan kajian teori maka factor-faktor yang mempengaruhi DPR adalah: kepemilikan manajerial, kepemilikan institusi, IOS, ROA, dan DER. Berikut dijelaskan hubungan antara teori yang mendasari dengan variabel yang digunakan:

Tabel 2.1:

Hubungan Antara Teori Yang Mendasari Dengan Variabel Yang Digunakan

| No | Teori | Variabel | Factor yang berpengaruh |
|----|----------|----------|--|
| 1 | Dividend | DPR | Pajak, IOS, ROA, Informasi Investor dan Manajemen, Laba ditahan, DER |
| 2 | Agency | DPR | Kepemilikan manajemen, kepemilikan institusi, dan DER |

2.1.4. Dividend Payout Ratio

Jogiyanto Hartono (1998) menyatakan bahwa *dividend payout ratio* diukur sebagai dividen yang dibayarkan dibagi dengan laba yang tersedia untuk pemegang saham umum. Jadi *dividend payout ratio* merupakan prosentase laba yang dibagikan kepada pemegang saham umum dari laba yang diperoleh perusahaan.

Dividend payout ratio (DPR) dapat dihitung dengan rumus (Robert Ang.,1997) :

$$DPR = \frac{DPS}{EPS} \dots\dots\dots (2.1.)$$

Dimana :

DPR : *Dividend Payout Ratio*

DPS : *Dividend Per Share*

EPS : *Earning Per Share*

Sementara itu Robert Ang (1997) menyatakan bahwa *dividend payout ratio* merupakan perbandingan antara *dividend per share* dengan *earning per share*, jadi secara perspektif yang dilihat adalah pertumbuhan dividend per share terhadap pertumbuhan *earning share*. Dividen merupakan salah satu tujuan investor melakukan investasi saham (Robbert Ang, 1997), sehingga apabila besarnya dividen tidak sesuai dengan yang diharapkan maka ia akan cenderung tidak membeli suatu saham atau menjual saham tersebut apabila telah memilikinya.

Kajian mengenai dividend payout ratio diperkenalkan oleh Lintner pada tahun 1956 (Brav *et al*, 2003). Brav *et al.*(2003) menyatakan bahwa Lintner mengembangkan suatu pemahaman modern mengenai kebijakan dividen. *Dividen payout ratio* yang berkurang dapat mencerminkan laba perusahaan yang makin berkurang. *Dividend payout ratio* seringkali dikaitkan dengan signaling theory

(Jogiyanto Hartono, 1998). Dividend payout ratio yang berkurang dapat mencerminkan laba perusahaan yang makin berkurang. Akibatnya sinyal buruk akan muncul karena mengindikasikan bahwa perusahaan kekurangan dana. Kondisi ini akan menyebabkan preferensi investor akan suatu saham berkurang karena investor memiliki preferensi yang sangat kuat atas dividen (Brav *et al*, 2003). Sehingga perusahaan akan selalu berupaya untuk mempertahankan *dividend payout ratio* meskipun terjadi penurunan jumlah laba yang diperolehnya.

Pentingnya kebijakan dividen terutama yang berkaitan dengan *dividend payout ratio* juga telah dibahas oleh Miller dan Modigliani (1961) dalam Adaoglu (2000). Miller dan Modigliani (1961) dalam Adaoglu (2000) menyatakan bahwa setiap perubahan dalam kebijakan dividen akan selalu dievaluasi oleh investor sebagai sinyal atas kemampuan masa depan perusahaan.

2.1.5. Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Dividend Payout Ratio (DPR)

2.1.5.1. Kepemilikan Manajerial

Komposisi kepemilikan saham memiliki dampak yang penting pada sistem kendali perusahaan (Adhi A.W., 2002). Kepemilikan saham ini dapat terbagi menjadi kepemilikan manajerial, kepemilikan institusi dan kepemilikan publik. Masing-masing bentuk kepemilikan ini akan memiliki kepentingan dan dampak yang berbeda terhadap *dividend payout ratio*. Penelitian ini secara khusus akan mengkaji kepemilikan manajerial terhadap *dividend payout ratio*.

Secara empiris Jensen *et al*. (1992) menemukan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Rozeff (1982) mengemukakan bahwa kepemilikan manajerial yang tinggi menyebabkan dividen yang dibayarkan pada pemegang saham (*dividend payout ratio*) rendah. Penetapan dividen yang

rendah disebabkan karena manajer memiliki harapan investasi di masa mendatang yang di biayai dari sumber internal. Apabila sebagian pemegang saham menyukai dividen tinggi maka hal ini akan menimbulkan perbedaan kepentingan sehingga diperlukan peningkatan dividen. Sebaliknya apabila terjadi kesamaan preferensi antara pemegang saham dan manajer maka tidak diperlukan peningkatan dividen.

Pada sisi lain, penambahan dividen memperkuat posisi perusahaan untuk mencari tambahan dana dari pasar modal sehingga kinerja perusahaan dimonitor oleh tim pengawas pasar modal. Pengawasan ini menyebabkan manajer berusaha mempertahankan kualitas kinerja dan tindakan ini menurunkan konflik keagenan. Selanjutnya Rozeff(1982) menyatakan bahwa kebijakan dividend dan kepemilikan manajerial digunakan sebagai substitusi untuk mengurangi biaya keagenan. Perusahaan dengan menetapkan presentase kepemilikan manajerial yang besar, akan membayarkan dividen dalam jumlah yang besar sedangkan pada presentase kepemilikan manajerial yang kecil, akan cenderung menetapkan dividen dalam jumlah yang kecil. Berdasarkan hal tersebut maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

H 1 : Kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap *Dividend Payout Ratio* pada perusahaan PMDN

H 6 : Kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap *Dividend Payout Ratio* pada perusahaan PMA

2.1.5.2. Kepemilikan Institusi

Teori *Clientele Effect* dari Mondigliani-Miller menyatakan bahwa pemegang saham yang berbeda akan memiliki preferensi yang berbeda terhadap

kebijakan dividen perusahaan. Hal tersebut mengindikasikan bahwa proporsi kepemilikan saham sangat mempengaruhi kebijakan dividen. Karena kepemilikan mewakili suatu sumber kekuasaan yang dapat digunakan untuk mendukung atau sebaliknya terhadap keberadaan manajemen maka konsentrasi/penyebaran kekuasaan menjadi suatu hal yang relevan. Adanya kepemilikan oleh investor-investor institutional seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi dan kepemilikan oleh institusi lain dalam bentuk perusahaan akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja insider (Moh'd et al, 1998).

Hasil penelitian terdahulu yang menghubungkan pengaruh antara kepemilikan saham institusi terhadap kebijakan dividen yang tercermin dalam *dividend payout ratio* (DPR) dilakukan oleh Hatta (2002), dimana hasil penelitiannya menunjukkan tidak adanya pengaruh yang signifikan antara kepemilikan saham institusi (*institutional ownership*) terhadap DPR. Namun dengan adanya kepemilikan saham institusi yang akan meningkatkan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja insider (Moh'd et al, 1998) akan berdampak pada peningkatan keuntungan perusahaan, hal tersebut akan berdampak pada peningkatan dividend, sehingga kepemilikan institusi yang meningkat akan meningkatkan DPR. Berdasarkan uraian tersebut diatas dapat dirumuskan menjadi hipotesis alternatif kedua dan ketujuh (H2 dan H7) sebagai berikut:

- H 2 : Kepemilikan institusi berpengaruh positif terhadap *Dividend Payout Ratio* pada perusahaan PMDN
- H 7 : Kepemilikan institusi berpengaruh positif terhadap *Dividend Payout Ratio* pada perusahaan PMA

2.1.5.3. *Investment Opportunity Set (IOS)*

Munculnya istilah *Investment Opportunity Set (IOS)* dikemukakan oleh Myers (1977) dalam Imam Subekti dan I.W. Kusuma (2001) yang menguraikan pengertian perusahaan, yaitu sebagai satu kombinasi antara aktiva riil (*assets in place*) dan opsi investasi masa depan. Menurut Gaver dan Gaver (1993), opsi investasi masa depan tidak semata-mata hanya ditunjukkan dengan adanya proyek-proyek yang didukung oleh kegiatan riset dan pengembangan saja, tetapi juga dengan kemampuan perusahaan yang lebih dalam mengeksplorasi kesempatan mengambil keuntungan dibandingkan dengan perusahaan lain yang setara dalam suatu kelompok industrinya. Kemampuan perusahaan yang lebih tinggi ini bersifat tidak dapat diobservasi (*unobservable*).

Myers (1977) sebagaimana dikutip oleh Adi Prasetyo (2001) memperkenalkan istilah *Investment Opportunity Set (IOS)* yang menggambarkan tentang luasnya peluang investasi. Dalam hal ini, nilai perusahaan tergantung pada pilihan pembelanjaan (*expenditure*) perusahaan di masa yang akan datang. Jadi IOS tidak hanya menunjuk pada peluang investasi tradisional seperti eksplorasi mineral, tetapi juga pilihan pembelanjaan lainnya seperti periklanan, yang akan digunakan di masa depan untuk menjamin keberhasilan perusahaan. Sama halnya dengan Gaver dan Gaver (1993), Adi Prasetyo (2001) menyatakan bahwa karena IOS perusahaan terdiri dari proyek-proyek yang memberikan pertumbuhan bagi perusahaan, maka IOS dapat menjadi pemikiran sebagai prospek pertumbuhan bagi perusahaan. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa IOS merupakan hal yang

tidak dapat di observasi. Karena itu diperlukan proksi agar dapat menjelaskan keterkaitan dengan variabel-variabel lain.

Imam Subekti dan I.W. Kusuma (2001) dan Tarjo dan Jogyanto Hartono (2003) mengemukakan bahwa proksi pertumbuhan perusahaan dengan nilai IOS yang telah digunakan oleh para peneliti seperti Gaver dan Gaver (1993), Jones dan Sharna (2001) dan Kallapur dan Trombley (2001) secara umum dapat diklasifikasikan menjadi tiga kelompok berdasarkan faktor-faktor yang digunakan dalam mengukur nilai-nilai IOS tersebut. Klasifikasi IOS tersebut adalah sebagai berikut :

1. Proksi berdasarkan harga, proksi ini percaya pada gagasan bahwa prospek yang tumbuh dari suatu perusahaan sebagian dinyatakan dalam harga pasar. Perusahaan yang tumbuh akan mempunyai nilai pasar yang relatif lebih tinggi dibandingkan dengan aktiva riilnya (*assets in place*).
2. Proksi berdasarkan investasi, proksi ini percaya pada gagasan bahwa satu level kegiatan investasi yang tinggi berkaitan secara positif pada nilai IOS suatu perusahaan. Kegiatan investasi ini diharapkan dapat memberikan peluang investasi di masa berikutnya yang semakin besar pada perusahaan yang bersangkutan.
3. Proksi berdasarkan varian, proksi ini percaya pada gagasan bahwa suatu opsi akan menjadi lebih bernilai jika menggunakan variabilitas ukuran untuk memperkirakan besarnya opsi yang tumbuh, seperti variabilitas return yang mendasari peningkatan aktiva.

Meskipun terdapat 3 klarifikasi proksi IOS, namun penelitian ini hanya akan menggunakan satu proksi IOS saja yaitu *book to market equity* (BVE/MVE)

yang kemudian disempurnakan oleh Smith dan Watts (1992) dan Jogyanto Hartono (1999) dan Tarjo dan Jogyanto Hartono (2003) menjadi MVE / BVE yang masuk dalam kategori proksi berdasarkan harga. Berdasarkan penelitian Kallapur dan Trombley (1999), variabel tersebut merupakan proksi yang paling valid digunakan, selain itu variabel tersebut merupakan proksi yang paling banyak digunakan oleh peneliti di bidang keuangan di Amerika Serikat (Gaver dan Gaver, 1993) dan di Indonesia (Fitri Ismiyanti dan M. Hanafi, 2003). Bahkan Kallapur dan Trombley (1999) dalam Elloumi dan Gueyie (2001) menemukan bahwa proksi ini memiliki korelasi sangat tinggi dengan pertumbuhan di masa mendatang. Hal ini konsisten dengan penelitian sebelumnya. Elloumi dan Gueyie (2001) kemudian menyimpulkan bahwa proksi ini lebih baik dan dapat mengurangi tingkat kesalahan yang ada.

Tarjo dan Jogyanto Hartono (2003) menyatakan bahwa rasio market to book value mencerminkan bahwa pasar menilai return dari investasi perusahaan di masa depan dari return yang diharapkan dari ekuitasnya. Adanya perbedaan antara nilai pasar dan nilai buku ekuitas menunjukkan kesempatan investasi perusahaan. Rumus MVE / BVE ini adalah sebagai berikut :

$$(2.2) \quad \text{MVE / BVE} : \frac{MC}{TE} \dots\dots\dots$$

dimana ;

MVE/BVE : Rasio *market to book value of equity*

MC : Kapitalisasi pasar (lembar saham beredar dikalikan dengan harga)

TE : Total ekuitas

J.A. Saputro (2002) dalam penelitian menemukan bahwa proksi IOS berkorelasi positif dengan pertumbuhan, sehingga perusahaan yang memiliki nilai IOS tinggi juga memiliki peluang pertumbuhan yang tinggi. Hal yang sama juga ditemukan oleh Elluomi dan Gueyie (2001). Investasi di masa depan akan mempengaruhi nilai perusahaan, sehingga Myers (1977) dalam Fitri Ismiyanti dan M. Hanafi (2003) mengatakan bahwa nilai perusahaan merupakan gabungan dari aktiva dengan investasi masa depannya. Kesempatan investasi atau *investment opportunity set* (IOS) yang tinggi di masa depan membuat perusahaan dikatakan mempunyai tingkat pertumbuhan yang tinggi.

Tingkat pertumbuhan yang tinggi di asosiasikan dengan penurunan dividen (Rozeff, 1982). Perusahaan dengan pertumbuhan penjualan yang tinggi diharapkan memiliki kesempatan investasi yang tinggi. Untuk meningkatkan pertumbuhan penjualan, perusahaan memerlukan dana yang besar yang dibiayai dari sumber internal. Penurunan pembayaran dividen menyebabkan perusahaan memiliki sumber dana internal untuk keperluan investasi (Myers dan Majluf, 1984). Masing-masing perusahaan mempunyai IOS yang berbeda-beda tergantung dari spesifik aktiva yang dimiliki (Kester, 1986). Dalam kaitannya dengan kebijakan dividen, Fitri Ismiyanti dan M.Hanafi (2003) menyatakan bahwa pengaruh IOS terhadap kebijakan dividen adalah negatif. Berdasarkan hal tersebut maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

H 3 : Investment Opportunity Set (IOS) berpengaruh negatif terhadap Dividend Payout Ratio pada perusahaan PMDN

H 8 : Investment Opportunity Set (IOS) berpengaruh negatif terhadap Dividend Payout Ratio pada perusahaan PMA

2.1.5.4. Return On Assets (ROA)

ROA merupakan salah satu rasio profitabilitas, yaitu rasio yang menunjukkan seberapa efektifnya perusahaan beroperasi sehingga menghasilkan keuntungan / laba bagi perusahaan (Clara E.S., 2001). Hal yang senada juga dinyatakan oleh Robbert Ang (1997) yang menyebutkan bahwa ratio ROA digunakan untuk mengukur efektifitas perusahaan dalam menghasilkan keuntungan dengan cara memanfaatkan aktiva yang dimilikinya. Rasio ini merupakan rasio yang terpenting di antara rasio rentabilitas yang ada. ROA kadang-kadang disebut juga ROI (return on investment). Nilai ROA dapat diukur dengan rumus (Robbert Ang, 1997) :

$$(2.3) \quad ROA : \frac{NIAT}{TA} \dots\dots\dots$$

dimana ;

ROA : *Return On Assets*

NIAT : *Net Income After Tax*

TE : *Total Assets*

Nilai ROA yang tinggi akan menunjukkan bahwa perusahaan mampu menghasilkan keuntungan berbanding asset yang relative tinggi. Investor akan menyukai perusahaan dengan nilai ROA yang tinggi, karena perusahaan dengan nilai ROA yang tinggi mampu menghasilkan tingkat keuntungan lebih besar

dibandingkan perusahaan dengan ROA rendah. Solberg dan Zorn (1992) dalam Wahidahwati (2002) menemukan bahwa profitabilitas yang lebih tinggi bisa diperkirakan menghasilkan dividen yang lebih tinggi.

Jensen *et al.* (1992) menyatakan bahwa semakin tinggi profitabilitas perusahaan, maka semakin tinggi pula cash flow dalam perusahaan, dan diharapkan perusahaan akan membayar dividen yang lebih tinggi. Pada kondisi tertentu kebijakan perusahaan berubah sehingga peningkatan profitabilitas di ikuti dengan peningkatan pembayaran dividen sehingga profitabilitas tidak sepenuhnya mencerminkan penentuan pembayaran dividen. Pengaruh ROA terhadap kebijakan dividen adalah positif (Fitri Ismiyanti dan Hanafi, 2003). Berdasarkan hal tersebut maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

H 4: ROA berpengaruh positif terhadap Dividend Payout Ratio pada perusahaan PMDN

H 9: ROA berpengaruh positif terhadap Dividend Payout Ratio pada perusahaan PMA

2.1.5.5. *Debt to Equity Ratio (DER)*

Debt to Equity Ratio (DER) digunakan untuk mengukur tingkat *leverage* (penggunaan utang) terhadap *total shareholders'e equity* yang dimiliki perusahaan (Robbert Ang, 1997). *Debt to equity ratio (DER)* dapat digunakan sebagai proksi rasio solvabilitas (Syahib Natarsyah, 2000). Yogo Purnomo (1998) menyatakan bahwa DER menggambarkan perbandingan antara total hutang dengan total ekuitas

perusahaan yang digunakan sebagai sumber pendanaan usaha. Robbert Ang (1997) menyatakan bahwa DER dapat dihitung dengan rumus :

$$DER : \frac{TD}{TE} \dots\dots\dots (2.4)$$

dimana ;

DER : *Debt to Equity Ratio*

TD : *Total Debt*

TE : *Total Equity*

Semakin besar DER menandakan struktur permodalan usaha lebih banyak memanfaatkan hutang-hutang relatif terhadap ekuitas. Syukriy Abdullah (2001) mengemukakan bahwa pembayaran dividen yang lebih besar meningkatkan kesempatan untuk memperbesar modal dari sumber eksternal. Sumber modal eksternal ini salah satunya adalah melalui hutang.

Perusahaan yang membagikan dividen dalam jumlah besar maka untuk membiayai investasinya diperlukan tambahan dana melalui *leverage* sehingga hubungan antara kebijakan dividen dengan leverage adalah searah (Putu A.M dan Jogyanto Hartono (2002). Kas internal perusahaan digunakan untuk membayar dividen sehingga diperlukan tambahan dana eksternal melalui hutang. Pendapat ini senada dengan pendapatan Miller dan Rock (1985) yang berpendapat bahwa dividen yang tinggi merupakan sinyal yang akan meningkatkan profitabilitas perusahaan di masa depan.

Manajemen memberikan sinyal positif melalui pembagian dividen, sehingga investor mengetahui bahwa terdapat peluang investasi di masa depan

yang menjanjikan bagi nilai perusahaan (Jogiyanto Hartono, 1998). Selain itu dividen yang tinggi berarti bahwa perusahaan akan lebih banyak menggunakan hutang untuk membiayai investasinya. Secara empiris ditemukan bahwa kebijakan hutang berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen (Jogiyanto Hartono, 2000 ; P.A. Mahadwartha dan Jogiyanto Hartono, 2002). Berdasarkan hal tersebut maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

H 5 : Debt to Equity Ratio berpengaruh positif terhadap Dividend Payout Ratio pada perusahaan PMDN

H 10 : Debt to Equity Ratio berpengaruh positif terhadap Dividend Payout Ratio pada perusahaan PMA

2.2. Penelitian Terdahulu

Jensen *et al* (1992) menguji pengaruh *insider ownership*, dan kebijakan dividen terhadap kebijakan hutang (ratio) hutang pada perusahaan publik dari berbagai sektor di Amerika Serikat. Penelitian Jensen *et al.*(1992) menyatakan bahwa rasio hutang merupakan fungsi dari *insider ownership*, dividen, resiko bisnis, profitabilitas, riset dan pengembangan dan aset tetap. Teknik analisis adalah teknik analisis regresi berganda. Hasil penelitian ini yaitu terdapat hubungan negative antara *insider ownership* dengan kebijakan hutang. Hasil ini mengindikasikan bahwa dengan peningkatan *insider ownership*, maka akan mensejajarkan kepentingan pemegang saham dan manajer, sehingga kepemilikan manajerial bisa menggantikan peranan hutang dalam mengurangi *agency cost*. Penelitian Jensen *et al.*(1992) juga menemukan bahwa peningkatan *insider ownership* menyebabkan penurunan *dividend payout ratio*.

Chen dan Steiner (1999) melakukan pengujian secara simultan non linear antara kepemilikan manajerial, kebijakan hutang, kebijakan dividen dan *risk taking* dengan menggunakan metode analisis 2 SLS pada perusahaan-perusahaan yang tercatat di *New York Stock Exchange* dari berbagai sector. Hasil yang diperoleh adalah bahwa kepemilikan manajerial berhubungan dengan resiko secara non linear, dimana pada saat resiko rendah, peningkatan resikonya menyebabkan manajer meningkatkan kepemilikan sahamnya, tetapi pada saat resiko pada tingkat tertentu, maka manajer mempunyai sifat *risk averse* yang cenderung akan menurunkan tingkat kepemilikan sahamnya. Pengambilan resiko (*risk taking*) berhubungan positif dengan kepemilikan manajerial, ini mengindikasikan bahwa kepemilikan manajerial dapat mengurangi konflik antara , manajemen dengan pemegang saham luar, tetapi memperburuk hubungan dengan debtholder dan shareholder. Kepemilikan manajerial mempunyai hubungan negative dengan hutang dan dividen. Hasil ini mengindikasikan bahwa hutang dan dividen sebagai *monitoring agent* yang dapat mengurangi *agency cost*.

Kedua penelitian yang dilakukan di Amerika Serikat ini secara umum memperoleh hasil yang konsisten dimana kepemilikan manajerial berhubungan negatif dengan dividen. Konsistensi ini dapat terjadi karena kedua penelitian menggunakan sample yang tersebar di berbagai sektor. Namun tidak diketahui apakah penelitian-penelitian tersebut melakukan uji normalitas atau tidak. Sedangkan penelitian terdahulu yang telah dilakukan di Indonesia dibahas sebagai berikut ini.

Syukriy Abdullah (2001) melakukan kajian mengenai pengaruh dari kepemilikan manajerial, kebijakan hutang, laba dan pertumbuhan perusahaan

terhadap *dividend payout ratio*. Peneliti Syukriy Abdullah (2001) menggunakan sample dari perusahaan-perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Jakarta selama periode 1994-1996 yang dipilih secara *purposive* tanpa melihat bahwa saham perusahaan aktif diperdagangkan di Bursa Efek Jakarta atau tidak. Teknik analisis data dilakukan dengan menggunakan 3SLS. Hasil penelitian Syukriy Abdullah (2001) adalah bahwa kepemilikan manajerial dan tingkat pertumbuhan perusahaan memiliki pengaruh negatif terhadap *dividend payout ratio*.

P.A. Mahadwartha dan Jogiyanto Hartono (2002) meneliti tentang pengaruh *investment opportunity set* (IOS), kepemilikan manajerial, ukuran perusahaan dan kebijakan hutang terhadap *dividend payout ratio*. Sampel pada penelitian P.A. Mahadwartha dan Jogiyanto Hartono (2002) adalah perusahaan-perusahaan sektor manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Jakarta pada periode 1990-2000. Teknik analisis dilakukan dengan menggunakan teknik analisis regresi berganda dengan mengabaikan normalitas data. Hasil penelitian P.A. Mahadwartha dan Jogiyanto Hartono (2002) adalah bahwa kebijakan hutang, *investment opportunity set* (IOS) memiliki pengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*. Sedangkan kepemilikan manajerial dan ukuran perusahaan memiliki pengaruh negatif terhadap *dividend payout ratio*.

Wahidahwati (2002) melakukan penelitian yang salah satunya mengkaji tentang variabel-variabel yang mempengaruhi *dividend payout ratio*. Variabel bebas yang diteliti adalah kepemilikan manajerial, kebijakan hutang, resiko, ukuran perusahaan, pengeluaran modal, ROA dan tingkat pertumbuhan. Sampel dalam penelitian Wahidahwati (2002) adalah perusahaan-perusahaan sektor manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Jakarta pada periode 1993-1996. Teknik analisis

dilakukan dengan menggunakan teknik analisis regresi berganda dengan mengabaikan normalitas data. Hasil penelitian Wahidahwati (2002) adalah bahwa hanya variabel pengeluaran dan ROA yang mempunyai *dividend payout ratio*. Pengaruh pengeluaran modal terhadap *dividend payout ratio* adalah negatif sementara pengaruh ROA terhadap *dividend payout ratio* adalah positif.

Fitri Ismiyanti dan M.Hanafi (2003) melakukan penelitian yang mengkaji pengaruh kebijakan hutang, kepemilikan manajerial, resiko, kepemilikan institusi, ROA dan aset tetap terhadap kebijakan dividen yang diukur dari *dividend payout ratio*. Sampel penelitian adalah perusahaan-perusahaan yang bergerak di sektor manufaktur di Bursa Efek Jakarta antara tahun 1998-2001. Teknik analisis yang digunakan adalah teknik analisis regresi berganda dengan mengabaikan normalitas data. Hasil penelitian Fitri Ismiyanti dan M.Hanafi (2003) adalah bahwa resiko dan aset tetap memiliki pengaruh negatif terhadap *dividend payout ratio*, sedangkan kebijakan hutang berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*.

Amidu dan Abor (2006) menguji faktor-faktor yang mempengaruhi *dividend payout ratio* pada 22 perusahaan yang listed di Ghana Stock Exchange pada periode tahun 1998-2003. Variabel-variabel yang digunakan untuk memprediksi DPR adalah: *profitability*, *cash flow*, *tax*, *risk*, *insider ownership*, *growth*, dan *market to book value*. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa *profitability*, *cash flow*, *tax* berpengaruh signifikan positif terhadap DPR, sementara *risk*, *insider ownership*, *growth*, dan *market to book value* berpengaruh signifikan negatif terhadap DPR. Ringkasan dari kedua penelitian tersebut dapat dilihat pada table 2.1 berikut ini :

Tabel 2.1
Ringkasan Penelitian Terdahulu

| No. | Peneliti | Variabel dan Sektor yang diteliti | Teknik Analisa | Hasil Penelitian |
|-----|-------------------------|--|--|--|
| 1. | Jensen et al. (1992) | <i>Insider ownership</i> , dan kebijakan dividen dan kebijakan hutang(rasio) hutang, perusahaan di berbagai sektor di Amerika Serikat | Regresi Berganda | Terdapat pengaruh negatif insider ownership terhadap kebijakan hutang. Peningkat <i>insider ownership</i> menyebabkan penurunan <i>dividend payout ratio</i> |
| 2. | Chen dan Steiner (1999) | Kepemilikan manajerial, kebijakan hutang, kebijakan dividen dan <i>risk taking</i> , perusahaan berbagai sector yang tercatat di NYSE | 2SLS (2 statistical leas square) analisis regresi bertingkat dua | Kepemilikan manajerial mempunyai hubungan negatif dengan hutang dan dividend |
| 3. | Syukriy Abdullah (2001) | Kepetmilikan manajerial, kebijakn hutang, laba dan pertumbuhan perusahaan dan <i>dividend payout ratio</i> . Perusahaan berbagai sektor di BEJ yang diambil secara <i>propositive</i> tanpa kriteria aktif | 3SLS (statistical leas square) analisis regresi bertingkat tiga | Kepemilikan manjerial dan tingkat pertumbuhan perusahaan memiliki pengaruh negatif terhadap <i>dividend payout ratio</i> |

| 4. | P.A. Mahadwartha dan Jogiyanto Hartono (2002) | Investment opportunity set (IOS), kepemilikan manajerial, ukuran perusahaan dan kebijakan hutang dan <i>dividend layout ratio</i> . Perusahaan sektor manufaktur yang tercatat di BEJ | Regresi Berganda | Kebijakan hutang, investment opportunity set (IOS) memiliki pengaruh positif terhadap <i>dividend payout ratio</i> . Sedangkan kepemilikan manajerial dan ukuran perusahaan memiliki pengaruh negative terhadap <i>dividend payout ratio</i> |
|-----|---|--|------------------|--|
| No. | Peneliti | Variabel dan Sektor yang diteliti | Teknik Analisa | Hasil Penelitian |
| 5. | Wahidahwati (2002) | Kepemilikan manajerial, kebijakan hutang, resiko, ukuran perusahaan, pengeluaran modal, ROA dan tingkat pertumbuhan serta <i>dividend payout ratio</i> . Perusahaan sektor manufaktur yang tercatat di BEJ | Regresi Berganda | Pengaruh pengeluaran modal terhadap <i>dividend payout ratio</i> adalah negative sementara pengaruh ROA terhadap <i>dividend payout ratio</i> adalah positif |
| 6. | Fitri Ismiyanti dan M.Hanafi (2003) | Kebijakan hutang, kepemilikan manajerial, resiko, kepemilikan institusi, ROA dan aset tetap terhadap kebijakan dividen yang diukur dari <i>dividend payout ratio</i> . Perusahaan manufaktur yang tercatat di BEJ | Regresi Berganda | Resiko dan aset tetap memiliki pengaruh negative terhadap <i>dividend payout ratio</i> , sedangkan kebijakan hutang berpengaruh positif terhadap <i>dividend payout ratio</i> |
| 7 | Amidu dan Abor (2006) | Menguji faktor-faktor yang mempengaruhi <i>dividend payout ratio</i> di Ghana Stock Exchange tahun 1998-2003. Variabel-variabel yang digunakan adalah: <i>profitability, cash flow, tax, risk, insider ownership, growth</i> , dan <i>market to book v</i> | Regresi Berganda | Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa <i>profitability, cash flow, tax</i> berpengaruh signifikan positif terhadap DPR, sementara <i>risk, insider ownership, growth</i> , dan <i>market to book value</i> berpengaruh signifikan negatif terhadap DPR |

2.3 Perbedaan Penelitian ini dengan Penelitian Terdahulu

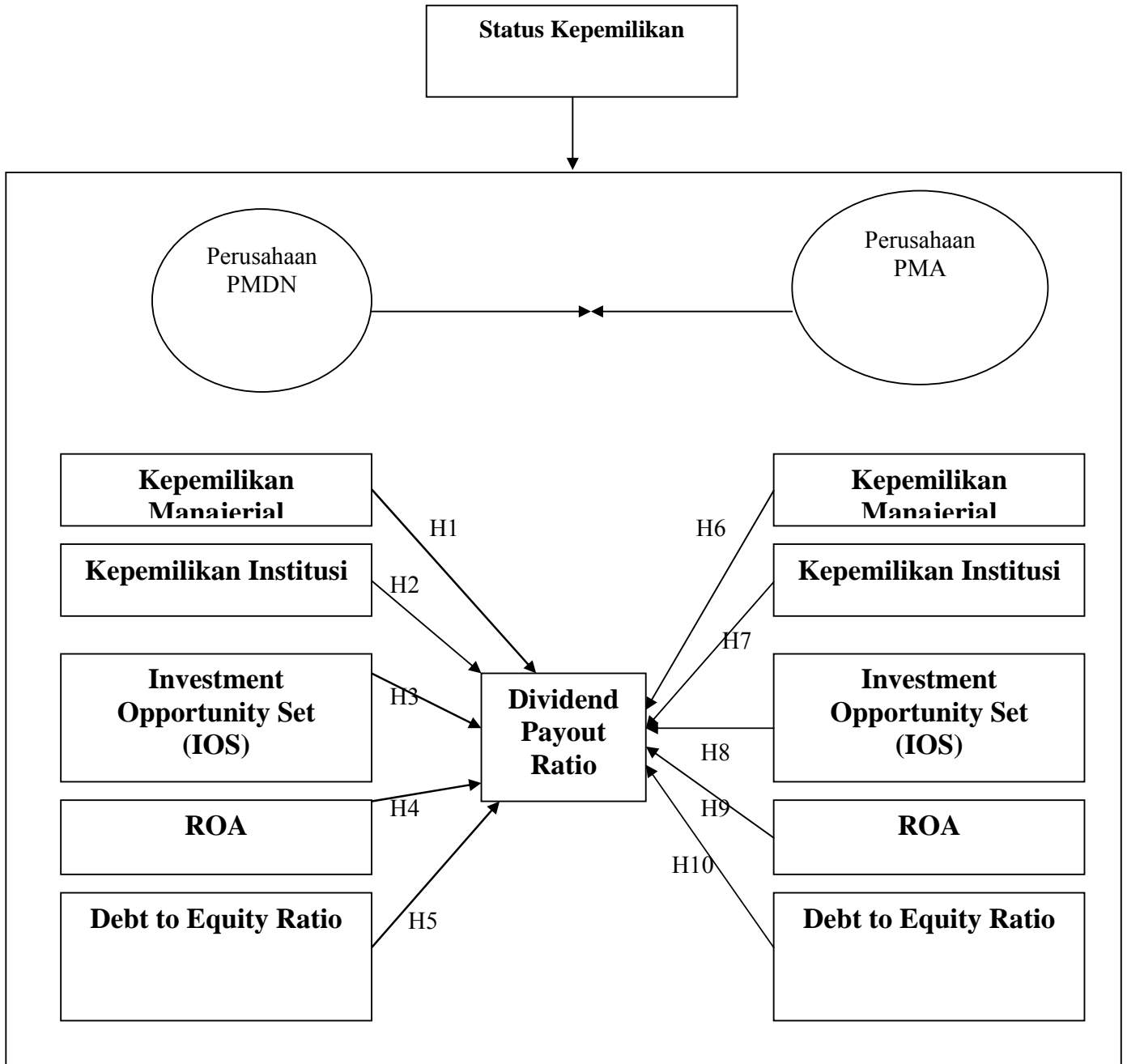
Penelitian-penelitian terdahulu mengenai variabel yang mempengaruhi kebijakan dividen (*dividend payout ratio*) yang telah dilakukan di Bursa Efek Jakarta kebanyakan tidak melakukan uji normalitas data dan hanya melakukan kajian pada satu sektor manufaktur, sehingga hasil penelitian-penelitian tersebut secara khusus hanya berlaku pada sektor manufaktur tersebut., padahal total transaksi saham perusahaan pada sektor manufaktur hanya mencakup 30% hingga 40% dari total transaksi saham yang ada di Bursa Efek Jakarta. Hal ini menimbulkan research gap yang membutuhkan penelitian lebih lanjut mengenai variabel yang mempengaruhi kebijakan dividen (*dividend payout ratio*) yang dilakukan pada sektor selain manufaktur ataupun secara keseluruhan sebagaimana disarankan oleh Fitri Ismiyanti dan M.Hanafi (2003).

Oleh sebab itu penelitian ini akan melakukan kajian mengenai variabel yang mempengaruhi kebijakan dividen (*dividend payout ratio*) dengan menggunakan sample seluruh saham yang ada di Bursa Efek Jakarta dan tidak melibatkan saham yang tidak aktif. Hal ini dilakukan agar penelitian ini dapat memberikan hasil yang bersifat general dan tidak terbatas pada sektor tertentu saja.

2.4. Kerangka Pemikiran Teoritis

Variabel kepemilikan manajerial, kepemilikan institusi, *investment opportunity set* (IOS), ROA dan *debt to equity ratio* pada penelitian ini diperkirakan memiliki pengaruh terhadap *dividend payout ratio*. Berdasarkan hal tersebut maka dirumuskan kerangka pemikiran teoritis sebagai berikut :

Gambar 2.1
Kerangka Pemikiran Toritis



Sumber : Dikembangkan untuk tesis ini

2.5. Pengujian Hipotesis

- H1 : Kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap *Dividend Payout Ratio* pada perusahaan PMDN
- H2 : Kepemilikan institusi berpengaruh positif terhadap *Dividend Payout Ratio* pada perusahaan PMDN
- H3 : *Investment Opportunity Set (IOS)* berpengaruh negatif terhadap *Dividend Payout Ratio* pada perusahaan PMDN
- H4 : *ROA* berpengaruh positif terhadap *Dividend Payout Ratio* pada perusahaan PMDN
- H5 : *Debt to Equity Ratio* berpengaruh positif terhadap *Dividend Payout Ratio* pada perusahaan PMDN
- H6 : Kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap *Dividend Payout Ratio* pada perusahaan PMA
- H7 : Kepemilikan institusi berpengaruh positif terhadap *Dividend Payout Ratio* pada perusahaan PMA
- H8 : *Investment Opportunity Set (IOS)* berpengaruh negatif terhadap *Dividend Payout Ratio* pada perusahaan PMA
- H9 : *ROA* berpengaruh positif terhadap *Dividend Payout Ratio* pada perusahaan PMA
- H10 : *Debt to Equity Ratio* berpengaruh positif terhadap *Dividend Payout Ratio* pada perusahaan PMA

2.6. Definisi Operasional Variabel

Pada bagian ini akan dijelaskan definisi operasional variabel yang digunakan dalam penelitian ini. Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah kepemilikan manajerial, kepemilikan institusi, set kesempatan investasi (investment opportunity set / IOS), ROA dan debt to equity ratio yang dipergunakan sebagai variabel bebas dan dividend payout ratio yang dipergunakan sebagai variabel terikat.

1. Kepemilikan manajerial, diukur sesuai dengan proporsi kepemilikan saham yang dimiliki oleh manajerial (Tarjo dan Jogiyanto Hartono, 2003). Kepemilikan manajerial adalah pemegang saham yang berasal dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan (Direktur dan Komisaris).
2. Kepemilikan saham yang dimiliki oleh Institusi diukur sesuai dengan proporsi kepemilikan saham yang dimiliki oleh institusi (Hatta, 2002).
3. *Investment Opportunity Set* (IOS), dalam penelitian ini diproksikan dengan rasio MVE/BVE. Berdasarkan penelitian Kallapur dan Trmbley (1999), variabel tersebut merupakan proksi yang paling valid digunakan selain itu variabel tersebut merupakan proksi yang paling banyak digunakan oleh peneliti di bidang keuangan (Gaver dan Gaver, 1993 dan Fitri Ismiyanti dan M.Hanafi, 2003). Rumus MVE/BE ini adalah sebagai berikut :

$$\text{MVE / BVE} : \frac{MC}{TE}$$

dimana ;

MVE/BVE : Rasio *market to book value of equity*

MC : Kapitalisasi pasar (lembar saham beredar dikalikan dengan harga)

TE : Total ekuitas

4. ROA, rasio ROA digunakan untuk mengukur efektivitas perusahaan di dalam menghasilkan keuntungan dengan cara memanfaatkan aktiva yang dimilikinya. Rasio ROA diperoleh langsung dari *Indonesian Capital Market Directory* 2004 yang diterbitkan oleh *Economic and Finance Institute*.
5. *Debt to Equity Ratio* (DER), DER menggambarkan perbandingan antara total hutang dengan total ekuitas perusahaan yang digunakan sebagai sumber pendanaan usaha, DER diperoleh langsung dari *Indonesian Capital Market Directory* 2006 yang diterbitkan oleh *Economic and Finance Institute*.
6. *Dividend Payout Ratio* (DPR), *Dividend payout ratio* diukur sebagai dividen yang dibayarkan, dibagi dengan laba yang tersedia untuk pemegang saham umum. DPR diperoleh langsung dari *Indonesian Capital Market Directory* 2006 yang diterbitkan oleh *Economic and Finance Institute*.

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1. Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)* tahun 2006. Berdasar publikasi dari ICMD tersebut data yang digunakan adalah data yang berasal dari laporan keuangan untuk periode 2003, 2004 dan 2005. Jenis data yang dipakai adalah rasio-rasio keuangan yaitu: DPR, Insider ownership, institutional ownership, IOS, ROA dan DER.

3.2. Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang *listed* di Bursa Efek Jakarta (BEJ). Sesuai dengan publikasi ICMD 2006 menunjukkan bahwa jumlah perusahaan yang terdaftar pada periode 2003–2005 sejumlah 330 emiten yang dikelompokkan dalam 9 kelompok industri.

Adapun teknik sampling yang digunakan adalah *purposive sampling* berdasarkan kriteria: (1) saham perusahaan yang selalu terdaftar di BEJ pada periode 2003–2005, didapat sejumlah 330 perusahaan; (2) perusahaan yang selalu membagikan *dividend* pada periode 2003–2005, didapat sejumlah 81 perusahaan; dan (3) Perusahaan yang sebagian sahamnya dimiliki oleh manajemen selama periode pengamatan (2003–2005), didapat sejumlah 40 perusahaan.

3.3. Metode Pengumpulan Data

Metode pengumpulan data yang digunakan terutama dengan cara studi dokumenter dari *Indonesian Capital Market Directory* tahun 2006. Data keuangan diambil dari *Indonesian Capital Market Directory* tahun 2006. Untuk kepentingan analisis maka digunakan *pooling data (data pooled)* selama 3 tahun dari perusahaan sampel.

3.4. Teknik Analisis

Untuk menguji hipotesis tentang kekuatan variabel penentu (independen variabel) terhadap *Dividend Payout Ratio*, dalam penelitian ini digunakan analisis regresi berganda dengan persamaan kuadrat terkecil (OLS) dengan model dasar sebagai berikut:

Model 1

$$DPR(1) = a + b_1 \text{ Insider}(1) + b_2 \text{ Institusi}(1) + b_3 \text{ IOS}(1) + b_4 \text{ ROA}(1) + b_5 \text{ DER}(1) + e$$

Model 1

$$DPR(2) = a + b_1 \text{ Insider}(2) + b_2 \text{ Institusi}(2) + b_3 \text{ IOS}(2) + b_4 \text{ ROA}(2) + b_5 \text{ DER}(2) + e$$

Besarnya konstanta tercermin dalam “a”, dan besarnya koefisien regresi dari masing-masing variabel independen ditunjukkan dengan b_1 , b_2 , b_3 , b_4 , b_5 dan b_6 . Kelima variabel bebas tersebut merupakan faktor-faktor yang berpengaruh terhadap *Dividend Payout Ratio* (sebagai variabel dependen).

3.5 Uji Asumsi Klasik

3.5.1 Uji Multikolineritas

Istilah multikolineritas digunakan untuk menunjukkan adanya hubungan linier di antara variabel-variabel bebas dalam model regresi (Sumodiningrat, 1994). Uji multikolineritas bertujuan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas (independen). Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi di antara variabel bebas. Jika variabel bebas saling berkorelasi, maka variabel-variabel ini tidak ortogonal. Variabel ortogonal adalah variabel bebas yang nilai korelasi antar sesama variabel bebas sama dengan nol (Ghozali, 2001). Untuk mendeteksi ada atau tidaknya multikolineritas di dalam model regresi adalah dengan melihat nilai R^2 yang dihasilkan oleh suatu estimasi model regresi.

Selain itu multikolineritas dilihat dari (1) nilai tolerance dan lawannya (2) variance inflation factor (VIF). Kedua ukuran ini menunjukkan setiap variabel independen manakah yang dijelaskan oleh variabel independen lainnya. Tolerance mengukur variabilitas variabel independen yang terpilih yang tidak dijelaskan oleh variabel independen lainnya. Jadi nilai tolerance yang rendah sama dengan nilai VIF tinggi (karena $VIF = 1/Tolerance$). Nilai cutoff yang dipakai untuk menunjukkan adanya multikolineritas adalah nilai $Tolerance < 0,10$ atau sama dengan nilai $VIF > 10$.

3.5.2 Uji Autokorelasi

Autokorelasi adalah korelasi (hubungan) yang terjadi di antara anggota-anggota dari serangkaian pengamatan yang tersusun dalam

rangkaian waktu atau tersusun dalam rangkaian ruang (sumodiningrat, 1994). Uji autokorelasi bertujuan untuk menguji apakah dalam suatu model regresi linier ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pada periode $t-1$ (sebelumnya). Jika terjadi korelasi, maka dinamakan ada problem autokorelasi (Ghozali, 2001). Pengujian ini dilakukan dengan menggunakan uji Durbin-Watson (DW test). Uji ini digunakan untuk autokorelasi tingkat satu (first order autocorrelation) dan mensyaratkan adanya intercept (konstanta) dalam model regresi dan tidak ada variabel lag di antara variabel independen.

3.5.3 Uji Heteroskedastisitas

Heteroskedastisitas merupakan kondisi varian nir-konstan atau varian nir-homogin (sumodiningrat, 1994). Uji heteroskedastisitas bertujuan menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan variance dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Jika satu pengamatan ke pengamatan yang lain tetap, maka disebut homokedastisitas dan jika berbeda disebut heteroskedastisitas (Ghozali, 2001).

Pengujian heteroskedastisitas pada penelitian ini menggunakan metode scatter plot (grafik plot). Uji ini melihat grafik plot antara nilai prediksi variabel terikat (dependen) yaitu ZPRED dengan residualnya SRESID. Deteksi ada tidaknya heterokedastisitas dapat dilakukan dengan melihat ada tidaknya pola tertentu pada grafik scatterplot antara SRESID dan ZPRED dimana sumbu Y adalah Y yang telah diprediksi, dan sumbu X adalah residual ($Y \text{ prediksi} - Y \text{ sesungguhnya}$) yang telah di-studentized.

Pengujian ini juga menggunakan uji Glejser, uji ini dilakukan dengan meregres nilai absolut residual terhadap variabel independen (Gujarati, 2003), dengan persamaan regresi :

$$|U_t| = \alpha + \beta X_t + v_t$$

3.5.4 Uji Normalitas

Uji normalitas data bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel terikat dan variabel bebas keduanya mempunyai distribusi normal ataukah tidak. Model regresi yang baik adalah memiliki distribusi data normal atau mendekati normal (Ghozali, 2001). Pengujian dilakukan dengan analisis grafik (scatterplot), yakni dengan melihat normal probability plot yang membandingkan distribusi kumulatif dari distribusi normal. Distribusi normal akan membentuk satu garis lurus diagonal, dan plotting data residual akan dibandingkan dengan garis diagonal. Jika distribusi data residual normal, maka garis yang menggambarkan data sesungguhnya akan mengikuti garis diagonalnya.

Uji normalitas lain pada penelitian ini menggunakan uji statistik non-parametrik Kolmogorov-Smirnov (K-S). Uji K-S dilakukan dengan membuat hipotesis :

H_0 : Data residual berdistribusi normal

H_a : Data residual tidak berdistribusi normal

3.6. Pengujian Hipotesis

Pengujian terhadap masing-masing hipotesis yang diajukan dapat dilakukan dengan cara sebagai berikut:

Uji signifikansi (pengaruh nyata) variabel independen (X_i) terhadap variabel dependen (Y) baik secara parsial dilakukan dengan menggunakan uji-t sementara pengujian secara bersama-sama dilakukan dengan uji-f pada level 5% ($\alpha = 0,05$).

a. *Uji t-statistik*

Uji keberartian koefisien (b_i) dilakukan dengan statistik-t. Hal ini digunakan untuk menguji koefisien regresi secara parsial dari variabel independennya. Adapun hipotesis dirumuskan sebagai berikut :

Untuk menguji hipotesis 1 sampai dengan hipotesis 10:

$$H_1 : b_i \geq 0$$

Artinya Jika tingkat signifikansi lebih kecil dari 0,05 atau 5% maka hipotesis yang diajukan diterima atau dikatakan signifikan, artinya secara parsial variable bebas (X_1 s/d X_{10}) berpengaruh signifikan

terhadap variable dependen (Y) = hipotesis diterima, sementara jika tingkat signifikansi lebih besar dari 0,05 atau 5% maka hipotesis yang diajukan ditolak atau dikatakan tidak signifikan, artinya secara parsial variable bebas (X1 s/d X10) tidak berpengaruh signifikan terhadap variable dependen (Y) = hipotesis ditolak.

Nilai t-hitung dapat dicari dengan rumus:

$$t_{hitung} = \frac{\text{Koefisien regresi } (b_i)}{\text{Standar Deviasi } b_i}$$

Jika $t_{hitung} > t_{tabel} (\alpha, n-k-1)$, maka H_0 ditolak; dan

Jika $t_{hitung} < t_{tabel} (\alpha, n-k-1)$, maka H_0 diterima.

b. Uji F-statistik

Uji ini digunakan untuk menguji kelayakan model (*goodness of fit*).

Hipotesis ini dirumuskan sebagai berikut :

$$H1 : b_1, b_2, b_3, b_4, b_5 \geq 0$$

Artinya Jika tingkat signifikansi lebih kecil dari 0,05 atau 5% maka model yang digunakan dalam kerangka pikir teoritis layak untuk digunakan, sementara jika tingkat signifikansi lebih besar dari 0,05 atau 5% maka model yang digunakan dalam kerangka pikir teoritis tidak layak untuk digunakan.

Nilai F-hitung dapat dicari dengan rumus:

$$F_{\text{hitung}} = \frac{R^2 / (k - 1)}{(1 - R^2) / (N - k)}$$

Jika $F_{\text{hitung}} > F_{\text{tabel}} (a, k-1, n-1)$, maka H_0 ditolak; dan

Jika $F_{\text{hitung}} < F_{\text{tabel}} (a, k-1, n-k)$, maka H_0 diterima.

Sedangkan untuk menguji dominasi variabel independen (X_i) terhadap variabel dependen (Y) dilakukan dengan melihat pada koefisien beta standar.

c. Uji Chow Test

Untuk membedakan hasil regresi pada perusahaan PMA dan PMDN, selanjutnya digunakan model regresi *Chow Test* (alat untuk menguji kesamaan koefisien) dengan rumus: (Imam Ghozali, 2004)

$$F_{\text{hit}} = \frac{(RSS_r - RSS_{\text{sur}}) / k}{RSS_{\text{sur}} / (n_1 + n_2 - 2k)}$$

RSS_r : *Sum of Squared Residual* untuk regresi dengan total observasi

RSS_{sur} : Penjumlahan *Sum of Squared Residual* dari masing-masing regresi menurut kelompok.

n : Jumlah observasi

k : Jumlah parameter yang diestimasi pada *restricted regression*.

r : Jumlah parameter yang diestimasi pada *unrestricted regression*.

Selanjutnya hasil dari F_{hitung} ini akan dibandingkan dengan F_{tabel} , jika $F_{\text{hitung}} > F_{\text{tabel}}$, maka hipotesis nol dapat ditolak. Jadi ada beda variabel independen (kepemilikan manajerial, kepemilikan institusi, *investment*

opportunity set (IOS), *return on asset* (ROA) dan *debt equity ratio* (DER)) antara perusahaan PMA dan PMDN dalam mempengaruhi besarnya DPR. Jika $F_{hitung} < F_{tabel}$ maka yang terjadi sebaliknya.

BAB IV

ANALISIS DATA

4.1. Gambaran Umum Sampel

Dari seluruh emiten yang terdaftar di BEJ tidak semua dijadikan sampel penelitian, karena dalam penelitian ini yang dijadikan sampel adalah perusahaan yang listed di BEJ periode 2003-2005 yang mengeluarkan data-data keuangan dan yang membagikan dividen. Dari 330 perusahaan yang terdaftar hanya 40 perusahaan yang memenuhi semua syarat penelitian untuk dijadikan sampel. Beberapa sampel digugurkan karena tidak memenuhi kriteria yang telah ditetapkan dan karena ketidaklengkapan data. Sehingga sampel dalam penelitian ini sejumlah 40 perusahaan dengan perusahaan PMA sejumlah 5 perusahaan dan perusahaan PMDN sejumlah 35 perusahaan.

Penelitian ini menggunakan data dalam bentuk *pooled cross sectional*. Metode *pooled cross sectional* adalah jumlah data penelitian melalui perkalian periode tahun pengamatan dengan jumlah sampel. Penelitian dilakukan pada tahun 2003–2005 dengan sampel sebanyak 40 emiten, maka secara *pooled cross section* diperoleh sejumlah $3 \times 40 = 120$ data yang secara deskriptif akan dijelaskan mengenai perkembangan atau kondisi masing-masing variabel untuk tiap periode.

Variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah Kepemilikan saham manajemen, kepemilikan saham institusi, IOS, ROA dan DER. yang menjadi variabel independen serta Dividen Payout Ratio (DPR) sebagai variabel dependen. Data variabel Dividen Payout Ratio (DPR), Kepemilikan

saham manajemen, kepemilikan saham institusi, IOS, ROA dan DER diambil langsung dari laporan BEJ.

Selanjutnya apabila dilihat dari nilai minimum, maksimum, rata-rata (*mean*) dan standar deviasi (δ) dari masing-masing variabel penelitian dapat dilihat pada tabel 4.1 berikut ini:

Tabel 4.1.
Perhitungan Minimum, Maksimum, Mean, Median,
dan Standar Deviasi Untuk Perusahaan PMDN

| Descriptive Statistics | | | | | |
|------------------------|-----|---------|---------|---------|----------------|
| | N | Minimum | Maximum | Mean | Std. Deviation |
| Manajerial1 | 105 | ,02 | 79,82 | 9,0576 | 15,55096 |
| Institusi1 | 105 | 5,98 | 94,50 | 61,9756 | 20,33848 |
| IOS1 | 105 | ,18 | 79,19 | 1,9730 | 7,71779 |
| ROA1 | 105 | ,08 | 25,46 | 5,7396 | 4,35347 |
| DER1 | 105 | ,07 | 7,92 | 1,1329 | 1,09490 |
| DPR1 | 105 | ,10 | 95,00 | 22,6704 | 22,31367 |
| Valid N (listwise) | 105 | | | | |

Sumber: Data Sekunder, ICMD 2007 diolah.

Berdasarkan hasil perhitungan pada tabel 4.1 tersebut nampak bahwa dari 35 perusahaan PMDN dengan 105 pengamatan (35 perusahaan x 3 tahun = 105 pengamatan), rata-rata DPR selama periode pengamatan (2003-2005) sebesar 22,6704, dimana mean DPR yang mencerminkan nilai rata-rata perusahaan sampel sebesar 22,6704. Sedangkan standar deviasi (SD) sebesar 22,31367, artinya besarnya penyimpangan data dari DPR perusahaan sampel sebesar 22,31367. Hasil tersebut menunjukkan bahwa nilai SD lebih kecil daripada rata-rata DPR, kondisi ini menunjukkan adanya fluktuasi DPR yang besar pada BEJ selama 2003-2005, dari angka maksimum sebesar 95 dan angka minimum sebesar 0,1, maka dapat disimpulkan range positif besar atau banyak investor menerima DPR. Nilai standar deviasi yang lebih kecil dari mean

menunjukkan bahwa data menunjukkan penyimpangan yang rendah sehingga mengindikasikan data yang terdistribusi normal.

Sedangkan nilai minimum, maksimum, rata-rata (*mean*) dan standar deviasi (δ) untuk perusahaan PMA dapat dilihat pada tabel 4.2 berikut ini:

Tabel 4.1.
Perhitungan Minimum, Maksimum, Mean, Median,
dan Standar Deviasi Untuk Perusahaan PMA

| Descriptive Statistics | | | | | |
|------------------------|----|---------|---------|---------|----------------|
| | N | Minimum | Maximum | Mean | Std. Deviation |
| Manjeria2 | 15 | ,04 | 5,08 | 1,1020 | 2,05936 |
| Institusi2 | 15 | 57,70 | 96,85 | 78,6653 | 13,04989 |
| IOS2 | 15 | ,30 | 2,34 | ,9273 | ,54032 |
| ROA2 | 15 | 1,65 | 17,56 | 9,4493 | 4,97798 |
| DER2 | 15 | ,03 | 2,10 | ,5567 | ,64953 |
| DPR2 | 15 | ,28 | 397,18 | 46,3307 | 39,29305 |
| Valid N (listwise) | 15 | | | | |

Sumber: Data Sekunder, ICMD 2007 diolah

Berdasarkan hasil perhitungan pada tabel 4.2 tersebut nampak bahwa dari 5 perusahaan PMA dengan 15 pengamatan (5 perusahaan x 3 tahun = 15), rata-rata DPR selama periode pengamatan (2003-2005) sebesar 46,3307 dengan standar deviasi (SD) sebesar 39,29305; dimana hasil tersebut menunjukkan bahwa nilai SD lebih kecil daripada rata-rata DPR, kondisi ini menunjukkan adanya fluktuasi DPR yang besar pada BEJ selama 2003-2005, dari angka maksimum sebesar 397,18 dan angka minimum sebesar 0,28, maka dapat disimpulkan range positif besar atau banyak investor menerima DPR. Nilai standar deviasi yang lebih kecil dari mean menunjukkan bahwa data menunjukkan penyimpangan yang rendah sehingga mengindikasikan data yang terdistribusi normal.

4.2. Hasil Analisis

4.2.1. Hasil Uji Asumsi Klasik

Sebelum dilakukan pengujian hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini perlu dilakukan pengujian asumsi klasik terlebih dahulu yang meliputi: normalitas data, multikolinearitas, heteroskedastisitas dan autokorelasi yang dilakukan sebagai berikut:

4.2.1.1. Normalitas Data

Untuk menentukan normalitas data dengan uji Kolmogorov-Smirnov, nilai signifikansi harus di atas 5% (Singgih santoso, 2004). Pengujian terhadap normalitas data dengan menggunakan uji Kolmogorov Smirnov menunjukkan semua variabel, yaitu: Dividen Payout Ratio (DPR), Kepemilikan saham manajemen, kepemilikan saham institusi, IOS, ROA dan DER menunjukkan data yang terdistribusi normal, dimana keenam variabel tersebut menunjukkan tingkat signifikansi diatas 0,05. Untuk lebih jelasnya uji normalitas perusahaan PMDN dapat dilihat pada tabel 4.2 berikut ini :

Tabel 4.2
Kolmogorov-Smirnov (Perusahaan PMDN)

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

| | Manajerial1 | Institusi1 | IOS1 | ROA1 | DER1 | DPR1 |
|-----------------------------------|-------------|------------|---------|---------|---------|---------|
| N | 105 | 105 | 105 | 105 | 105 | 105 |
| Normal Parameters: Mean | 9,0576 | 61,9756 | 1,9730 | 5,7396 | 1,1329 | 22,6704 |
| Std. Deviation | 15,55096 | 20,33848 | 7,71779 | 4,35347 | 1,09490 | 2,31367 |
| Most Extreme Absolute Differences | ,295 | ,140 | ,409 | ,097 | ,166 | ,156 |
| Positive | ,295 | ,079 | ,409 | ,088 | ,154 | ,122 |
| Negative | -,281 | -,140 | -,408 | -,097 | -,166 | -,156 |
| Kolmogorov-Smirnov Z | 2,022 | 1,432 | 2,196 | ,992 | 1,699 | 1,597 |
| Asymp. Sig. (2-tailed) | ,052 | ,093 | ,055 | ,279 | ,076 | ,081 |

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

Sumber: Data Sekunder, ICMD 2007 diolah

Uji normalitas untuk perusahaan PMA dapat dijelaskan pada Tabel 4.3 sebagai berikut:

Tabel 4.3
Kolmogorov-Smirnov (Perusahaan PMA)

| One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test | | | | | | |
|------------------------------------|------------|------------|--------|---------|--------|----------|
| | Manjeria12 | Institusi2 | IOS2 | ROA2 | DER2 | DPR2 |
| N | 15 | 15 | 15 | 15 | 15 | 15 |
| Normal Parameters | | | | | | |
| Mean | 1,1020 | 78,6653 | ,9273 | 9,4493 | ,5567 | 46,3307 |
| Std. Deviation | 2,05936 | 3,04989 | ,54032 | 4,97798 | ,64953 | 39,29305 |
| Most Extreme Differences | | | | | | |
| Absolute | ,473 | ,159 | ,196 | ,109 | ,268 | ,349 |
| Positive | ,473 | ,146 | ,196 | ,109 | ,268 | ,349 |
| Negative | -,303 | -,159 | -,123 | -,108 | -,209 | -,321 |
| Kolmogorov-Smirnov Z | 1,831 | ,615 | ,759 | ,423 | 1,038 | 1,351 |
| Asymp. Sig. (2-tailed) | ,052 | ,844 | ,613 | ,994 | ,231 | ,092 |

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

Sumber: Data Sekunder, ICMD 2007 diolah

Sampel hasil pada Tabel 4.2 dan 4.3 tersebut nampak bahwa variable-variabel Dividen Payout Ratio (DPR), Kepemilikan saham manajemen, kepemilikan saham institusi, IOS, ROA dan DER terdistribusi normal, dimana rasio kolmogorov-smirnov lebih besar dari 0,05. Hasil uji normalitas tersebut menunjukkan hasil dengan data yang berdistribusi normal, sehingga sampel tersebut memenuhi syarat untuk dilakukan penelitian lebih lanjut. Dengan demikian kelima variabel independen tersebut dapat digunakan untuk memprediksi DPR perusahaan PMDN dan PMA yang *listed* di BEJ selama periode pengamatan (2003–2005).

4.2.1.2. Uji Multikolinieritas

Untuk mendeteksi ada tidaknya gejala multikolinieritas antar variabel independen digunakan *variance inflation factor* (VIF). Berdasar hasil penelitian

pada output SPSS versi 11.5, maka besarnya VIF dari masing-masing variabel independen dapat dilihat pada tabel 4.4 sebagai berikut:

Tabel 4.4
Hasil Uji Multikolinieritas (Perusahaan PMDN)

Coefficients^a

| Model | | Collinearity Statistics | |
|-------|-------------|-------------------------|-------|
| | | Tolerance | VIF |
| 1 | Manajerial1 | ,677 | 1,476 |
| | Institusi1 | ,837 | 1,195 |
| | IOS1 | ,743 | 1,347 |
| | ROA1 | ,926 | 1,080 |
| | DER1 | ,934 | 1,071 |

a. Dependent Variable: DPR1

Sumber: Data Sekunder, ICMD 2007 diolah

Uji multikolinieritas untuk perusahaan PMA dapat dijelaskan pada Tabel 4.5 sebagai berikut:

Tabel 4.5
Hasil Uji Multikolinieritas (Perusahaan PMA)

Coefficients^a

| Model | | Collinearity Statistics | |
|-------|------------|-------------------------|-------|
| | | Tolerance | VIF |
| 1 | Manjerial2 | ,125 | 8,006 |
| | Institusi2 | ,757 | 1,322 |
| | IOS2 | ,407 | 2,459 |
| | ROA2 | ,583 | 1,717 |
| | DER2 | ,126 | 7,960 |

a. Dependent Variable: DPR2

Sumber: Data Sekunder, ICMD 2007 diolah

Jika VIF lebih besar dari 10, maka antar variabel-variabel independen terjadi persoalan multikolinieritas (Ghozali, 2004). Berdasarkan Tabel 4.4 dan 4.5 tidak terdapat variabel independen yang mempunyai nilai $VIF > 10$, artinya kelima variabel independen tersebut tidak terdapat hubungan multikolinieritas

dan dapat digunakan untuk memprediksi DPR selama periode pengamatan (2003-2005).

4.2.1.3. Uji Heteroskedastisitas

Uji *Glejser test* digunakan untuk mendeteksi ada tidaknya heteroskedastisitas. *Glejser* menyarankan untuk meregresi nilai absolut dari e_i terhadap variabel X (variabel bebas) yang diperkirakan mempunyai hubungan yang erat dengan δ_i^2 dengan menggunakan rumus perhitungan sebagai berikut:

$$[e_i] = \beta_1 X_i + v_i$$

dimana:

$[e_i]$ merupakan penyimpangan residual; dan X_i merupakan variabel independen.

Berdasar output SPSS versi 11.5 maka hasil uji heteroskedastisitas dapat ditunjukkan dalam tabel 4.6 sebagai berikut:

Tabel 4.6
Hasil Uji Heteroskedastisitas (Perusahaan PMDN)

| Coefficients ^a | | | | | | |
|---------------------------|-------------|-----------------------------|------------|---------------------------|--------|------|
| Model | | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients | t | Sig. |
| | | B | Std. Error | Beta | | |
| 1 | (Constant) | 11,639 | 5,493 | | 2,119 | ,037 |
| | Manajerial1 | -,141 | ,101 | -,159 | -1,392 | ,167 |
| | Institusi1 | ,113 | ,070 | ,168 | 1,627 | ,107 |
| | IOS1 | ,035 | ,195 | ,020 | ,181 | ,857 |
| | ROA1 | ,259 | ,310 | ,082 | ,837 | ,404 |
| | DER1 | -2,671 | 1,226 | -,212 | -1,938 | ,052 |

a. Dependent Variable: Res1

Sumber: Data Sekunder, ICMD 2007 diolah

Uji heteroskedastisitas untuk perusahaan PMA dapat dijelaskan pada Tabel 4.7 sebagai berikut:

Tabel 4.7
Hasil Uji Heteroskedastisitas (Perusahaan PMA)

Coefficients^a

| Model | | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients | t | Sig. |
|-------|------------|-----------------------------|------------|---------------------------|--------|------|
| | | B | Std. Error | Beta | | |
| 1 | (Constant) | 225,647 | 113,589 | | 1,987 | ,078 |
| | Manjeria2 | 13,788 | 19,372 | ,548 | ,712 | ,495 |
| | Institusi2 | -1,412 | 1,242 | -,355 | -1,137 | ,285 |
| | IOS2 | 13,649 | 40,919 | ,142 | ,334 | ,746 |
| | ROA2 | -5,191 | 3,711 | -,498 | -1,399 | ,195 |
| | DER2 | -73,175 | 61,245 | -,917 | -1,195 | ,263 |

a. Dependent Variable: Res2

Sumber: Data Sekunder, ICMD 2007 diolah

Hasil perhitungan pada tabel 4.6 dan 4.7 tersebut di atas menunjukkan bahwa tidak satupun dari variable-variabel independen Kepemilikan saham manajemen, kepemilikan saham institusi, IOS, ROA dan DER yang signifikan mempengaruhi residual absolut, dimana nilai probabilitas signifikansinya lebih besar 5%. Jika probabilitas signifikansinya lebih besar daripada tingkat kepercayaan yang digunakan ($\alpha = 5\%$), dapat disimpulkan model regresi tidak mengandung heteroskedastisitas (Imam ghozali, 2004).

4.2.1.4. Uji Autokorelasi

Penyimpangan autokorelasi dalam penelitian diuji dengan uji Durbin-Watson (DW-test). Hasil regresi dengan level of significance 0.05 ($\alpha = 0.05$) dengan sejumlah variabel independen ($k = 5$) dan banyaknya data ($n = 40$). Berdasarkan output SPSS 11.5, maka hasil uji autokorelasi dapat ditunjukkan pada tabel 4.8 dan 4.9 sebagai berikut:

Tabel 4.8
Hasil Uji Autokorelasi (Perusahaan PMDN)

Model Summary^b

| Model | R | R Square | Adjusted R Square | Std. Error of the Estimate | Durbin-Watson |
|-------|-------------------|----------|-------------------|----------------------------|---------------|
| 1 | ,625 ^a | ,505 | ,360 | 21,63247 | 2,133 |

a. Predictors: (Constant), DER1, Institusi1, ROA1, IOS1, Manajerial1

b. Dependent Variable: DPR1

Sumber: Data Sekunder, ICMD 2007 diolah

Uji autokorelasi untuk perusahaan PMA dapat dijelaskan pada Tabel 4.9 sebagai berikut:

Tabel 4.9
Hasil Uji Autokorelasi (Perusahaan PMA)

Model Summary^b

| Model | R | R Square | Adjusted R Square | Std. Error of the Estimate | Durbin-Watson |
|-------|-------------------|----------|-------------------|----------------------------|---------------|
| 1 | ,653 ^a | ,426 | ,307 | 93,82076 | 2,129 |

a. Predictors: (Constant), DER2, ROA2, Institusi2, IOS2, Manjerial2

b. Dependent Variable: DPR2

Sumber: Data Sekunder, ICMD 2007 diolah

Berdasar hasil perhitungan Durbin Watson sebesar 2,133 untuk perusahaan PMDN dan 2,129 untuk perusahaan PMA; sedangkan dalam tabel DW untuk “k”=5 dan N=40 besarnya DW-tabel: *dl* (batas luar) = 1,56; *du* (batas dalam) = 1,78; $4 - du = 2,22$; dan $4 - dl = 2,44$. Dari perhitungan disimpulkan bahwa DW-test terletak pada daerah *no auto correlation* artinya dalam penelitian ini tidak terjadi autokorelasi. Hal ini dapat dilihat pada gambar 4.3 sebagai berikut :

Gambar 4.3
Hasil Uji Durbin Watson

| | Positive autocorrelation | indication | no-auto correlation | indication | negative autocorrelation |
|---|-----------------------------|------------|------------------------|------------|-----------------------------|
| 0 | dl | du | DW | DW | 4-du |
| | 1,56 | 1,78 | 2,133 | 2,129 | 2,22 |
| | | | | | 4-du |
| | | | | | 2,44 |
| | | | | | 4 |

Sumber : Imam ghozali (2004)

4.2.2. Hasil Analisis Regresi

Analisis regresi dilakukan setelah melalui pengujian penyimpangan terhadap asumsi klasik di atas yang menurut Algifari (1997) bahwa penyimpangan asumsi klasik yang sangat berpengaruh terhadap pola perubahan variabel dependen adalah multikolinearitas, heteroskedastisitas, dan autokorelasi. Sedangkan penyimpangan asumsi klasik lainnya sedikit atau bahkan tidak berpengaruh terhadap pola perubahan variabel dependen. Berdasarkan hasil pengujian asumsi klasik tersebut menunjukkan bahwa model penelitian yang digunakan telah memenuhi persyaratan analisis regresi.

Sesuai output SPSS versi 11.5 bahwa kelima variabel independen tersebut (Kepemilikan saham manajemen, kepemilikan saham institusi, IOS, ROA dan DER) menunjukkan model yang baik dan mampu mempengaruhi DPR seperti ditunjukkan pada tabel 4.10 sebagai berikut:

Tabel 4.10
Hasil Perhitungan Goodness of Fit (Perusahaan PMDN)

ANOVA^b

| Model | | Sum of Squares | df | Mean Square | F | Sig. |
|-------|------------|----------------|-----|-------------|-------|-------------------|
| 1 | Regression | 5453,198 | 5 | 1090,640 | 2,331 | ,048 ^a |
| | Residual | 46328,394 | 99 | 467,964 | | |
| | Total | 51781,592 | 104 | | | |

a. Predictors: (Constant), DER1, Institusi1, ROA1, IOS1, Manajerial1

b. Dependent Variable: DPR1

Sumber: Data Sekunder, ICMD 2007 diolah

Dari hasil perhitungan diperoleh nilai F sebesar 2,331 dan nilai signifikansi sebesar 0,048. Karena nilai signifikansi lebih kecil dari tingkat kepercayaan yang digunakan 5%, berarti terdapat pengaruh yang signifikan, sehingga variabel-variabel yang diregress (Kepemilikan saham manajemen, kepemilikan saham institusi, IOS, ROA dan DER) sudah cukup kuat untuk memprediksi variabel dependen (DPR) pada perusahaan PMDN sehingga model layak (goodness of fit).

Sedangkan uji kelayakan model untuk perusahaan PMA dapat dijelaskan pada Tabel 4.11 dibawah ini:

Tabel 4.11
Hasil Perhitungan Goodness of Fit (Perusahaan PMA)

ANOVA^b

| Model | | Sum of Squares | df | Mean Square | F | Sig. |
|-------|------------|----------------|----|-------------|-------|-------------------|
| 1 | Regression | 58806,524 | 5 | 11761,305 | 2,336 | ,033 ^a |
| | Residual | 79221,023 | 9 | 8802,336 | | |
| | Total | 138027,5 | 14 | | | |

a. Predictors: (Constant), DER2, ROA2, Institusi2, IOS2, Manjeria2

b. Dependent Variable: DPR2

Sumber: Data Sekunder, ICMD 2007 diolah

Dari hasil perhitungan diperoleh nilai F sebesar 2,336 dan nilai signifikansi sebesar 0,033. Karena nilai signifikansi lebih kecil dari tingkat kepercayaan yang

digunakan 5%, berarti terdapat pengaruh yang signifikan, sehingga variabel-variabel yang diregress (Kepemilikan saham manajemen, kepemilikan saham institusi, IOS, ROA dan DER) sudah cukup kuat untuk memprediksi variabel dependen (DPR) pada perusahaan PMA. Hal ini menunjukkan ada pengaruh simultan variabel bebas (Kepemilikan saham manajemen, kepemilikan saham institusi, IOS, ROA dan DER) terhadap variabel tergantung (DPR), ini berarti model dapat dianggap layak sebagai alat prediksi (goodness of fit).

Nilai koefisien determinasi (R^2) pada perusahaan PMDN sebesar 0,505 atau 50,5% hal ini berarti hanya 50,5% variasi DPR yang bisa dijelaskan oleh variasi dari kelima variabel bebas yaitu: Kepemilikan saham manajemen, kepemilikan saham institusi, IOS, ROA dan DER sedangkan sisanya sebesar 49,5% dijelaskan oleh sebab-sebab lain diluar model. Besarnya nilai *Adjusted R²* dapat dijelaskan pada Tabel 4.12 berikut:

Tabel 4.12
Koefisien Determinasi (Perusahaan PMDN)

Model Summary^b

| Model | R | R Square | Adjusted R Square | Std. Error of the Estimate | Durbin-Watson |
|-------|-------------------|----------|-------------------|----------------------------|---------------|
| 1 | ,625 ^a | ,505 | ,360 | 21,63247 | 2,133 |

a. Predictors: (Constant), DER1, Institusi1, ROA1, IOS1, Manajerial1

b. Dependent Variable: DPR1

Sumber: Data Sekunder, ICMD 2007 diolah

Sedangkan nilai koefisien determinasi (R^2) pada perusahaan PMA sebesar 0,426 atau 42,6% hal ini berarti hanya 42,6% variasi DPR yang bisa dijelaskan oleh variasi dari kelima variabel bebas yaitu: Kepemilikan saham manajemen, kepemilikan saham institusi, IOS, ROA dan DER sedangkan sisanya sebesar 57,4%

dijelaskan oleh sebab-sebab lain diluar model. Besarnya nilai R^2 dapat dijelaskan pada Tabel 4.13 berikut:

Tabel 4.13
Koefisien Determinasi (Perusahaan PMA)

Model Summary^b

| Model | R | R Square | Adjusted R Square | Std. Error of the Estimate | Durbin-Watson |
|-------|-------------------|----------|-------------------|----------------------------|---------------|
| 1 | ,653 ^a | ,426 | ,307 | 93,82076 | 2,129 |

a. Predictors: (Constant), DER2, ROA2, Institusi2, IOS2, Manjeria2

b. Dependent Variable: DPR2

Sumber: Data Sekunder, ICMD 2007 diolah

Sementara itu secara parsial pengaruh dari kelima variabel independen tersebut terhadap DPR untuk perusahaan PMDN ditunjukkan pada tabel 4.14 sebagai berikut:

Tabel 4.14
Hasil Perhitungan Uji-T (Perusahaan PMDN)

Coefficients^a

| Model | | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients | t | Sig. |
|-------|-------------|-----------------------------|------------|---------------------------|--------|------|
| | | B | Std. Error | Beta | | |
| 1 | (Constant) | 15,801 | 8,981 | | 1,759 | ,082 |
| | Manajerial1 | ,088 | ,166 | ,061 | ,529 | ,598 |
| | Institusi1 | ,059 | ,114 | ,054 | ,522 | ,603 |
| | IOS1 | ,239 | ,319 | ,083 | ,748 | ,456 |
| | ROA1 | 1,248 | ,506 | ,244 | 2,465 | ,015 |
| | DER1 | -3,228 | 2,005 | -,158 | -1,610 | ,111 |

a. Dependent Variable: DPR1

Sumber: Data Sekunder, ICMD 2007 diolah

Dari tabel 4.14 dapat disusun persamaan regresi linier berganda sebagai berikut:

$$\text{DPR1} = 15,801 + 0,088 \text{ Manajerial1} + 0,059 \text{ Institusi1} + 0,239 \text{ IOS1} + 1,248$$

$$\text{ROA1} - 3,228 \text{ DER1} + e$$

Dari hasil persamaan regresi linier berganda tersebut diatas dapat dilihat nilai konstanta sebesar 15,801, hal ini mengindikasikan bahwa DPR pada perusahaan PMDN mempunyai nilai sebesar 15,801 dengan tidak dipengaruhi oleh variabel-variabel independen (Kepemilikan saham manajemen, kepemilikan saham institusi, IOS, ROA dan DER), untuk melihat besarnya pengaruh variabel independen terhadap variabel dependennya dapat dilihat dari nilai beta *unstandardized coefficient* Sedangkan untuk melihat dominasi variabel independen terhadap variabel dependennya tercermin dalam beta *standardized coefficient*. Hasil pengujian Hasil pengujian masing-masing variabel independen terhadap variabel dependennya dapat dianalisis sebagai berikut:

1. Hasil Pengaruh Managerial Ownership Terhadap DPR Perusahaan PMDN

Dari hasil perhitungan uji secara parsial diperoleh nilai t hitung sebesar (0,529) dengan nilai signifikansi sebesar 0,598. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 5% maka hipotesis ditolak berarti tidak ada pengaruh signifikan antara variabel Managerial Ownership dengan variabel DPR. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa manajemen perusahaan PMDN tidak melihat besarnya kepemilikan saham yang dimiliki oleh manajemen dalam mengambil kebijakan dividen karena proporsi kepemilikan saham manajemen yang relatif kecil, hal tersebut dapat dilihat besarnya nilai rata-rata kepemilikan saham manajemen perusahaan sampel periode tahun 2003-2005 yaitu sebesar 9,0576%. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan peneliti terdahulu (Jensen et al., 1992; Chen dan Steiner,

1999; Syukriy Abdullah, 2001; Mahadwartha dan Hartono, 2002; Amidu dan Abor, 2006).

2. Hasil Pengaruh Institutional Ownership Terhadap DPR Perusahaan PMDN

Dari hasil perhitungan uji secara parsial diperoleh nilai t hitung sebesar (0,522) dengan nilai signifikansi sebesar 0,603. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 5% maka hipotesis ditolak berarti ada tidak ada pengaruh signifikan antara variabel Institutional Ownership dengan variabel DPR. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa manajemen perusahaan PMDN tidak melihat besarnya kepemilikan saham yang dimiliki oleh institusi dalam mengambil kebijakan dividen. Hasil penelitian ini sesuai dengan peneliti terdahulu (Hatta, 2002), dimana kepemilikan saham institusi tidak berpengaruh signifikan terhadap DPR

3. Hasil Pengaruh IOS Terhadap DPR Perusahaan PMDN

Berdasarkan perhitungan uji secara parsial, hasilnya adalah nilai t hitung sebesar (0,748) dan nilai signifikansi sebesar 0,456. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 5% maka hipotesis ditolak berarti tidak ada pengaruh signifikan antara variabel IOS dengan variabel DPR.

Hasil penelitian ini tidak mendukung dengan penelitian yang dilakukan oleh Ismiyanti dan Hanafi (2003). Manajer perusahaan dengan memperhatikan pertumbuhan investasi lebih menyukai untuk menginvestasikan pendapatan setelah pajak yang lebih tinggi, sehingga laba yang dibagi sebagai dividen rendah akibatnya DPR juga akan lebih rendah. Tanda negatif dalam penelitian ini dengan alasan bahwa manajer dalam

bisnis perusahaan dengan memperhatikan pertumbuhan lebih menyukai untuk menginvestasikan pendapatan setelah pajak dan mengharapkan kinerja yang lebih baik dalam IOS secara keseluruhan.

4. Hasil Pengaruh ROA Terhadap DPR Perusahaan PMDN

Dari hasil perhitungan uji secara parsial diperoleh nilai t hitung sebesar (2,465) dengan nilai signifikansi sebesar 0,015 atau 1,5%. Karena nilai signifikansi lebih kecil dari 5% maka hipotesis diterima berarti ada pengaruh signifikan antara variabel ROA dengan variabel DPR. Kondisi ini sesuai dengan teori yang ada dimana bila terjadi kenaikan ROA maka DPR akan semakin tinggi pula, hal ini terjadi karena kondisi perusahaan PMDN yang mulai stabil akibat krisis ekonomi yang terjadi sehingga laba yang dihasilkan dengan menggunakan modal sendiri lebih baik dialokasikan untuk stabilitas perusahaan dan digunakan untuk ekspansi perusahaan guna memperkuat posisi perusahaan di pasar dan selebihnya digunakan untuk dibagikan sebagai dividen.

Tanda positif dalam penelitian ini sesuai dengan teori *Information content or signaling hypothesis*, Mondigliani-Miller yang menyatakan bahwa kenaikan dividen merupakan suatu sinyal kepada para investor bahwa manajemen meramalkan suatu penghasilan yang baik di masa yang akan datang, berdasarkan teori tersebut menunjukkan bahwa penghasilan yang tinggi melalui asset yang dimiliki yang tercermin dalam *return on Asset* (ROA) menunjukkan pengaruh positif terhadap kebijakan dividen yang tercermin dalam *dividend payout ratio* (DPR). Hasil penelitian ini

sesuai dengan peneliti terdahulu (Jensen et al., 1992; dan Sunarto dan Kartika, 2003), dimana ROA tidak berpengaruh signifikan terhadap DPR.

5. Hasil Pengaruh DER Terhadap DPR Perusahaan PMDN

Dari hasil perhitungan uji secara parsial diperoleh nilai t hitung sebesar (-1,610) dengan nilai signifikansi sebesar 0,111. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 5% maka hipotesis ditolak berarti tidak ada pengaruh signifikan antara variabel DER dengan variabel DPR pada perusahaan PMDN, hal ini mengindikasikan bahwa peningkatan hutang perusahaan tidak mempengaruhi besar kecilnya DPR.

Sementara itu secara parsial pengaruh dari kelima variabel independen tersebut terhadap DPR untuk perusahaan PMA ditunjukkan pada tabel 4.15 sebagai berikut:

Tabel 4.15
Hasil Perhitungan Uji-T (Perusahaan PMA)

Coefficients^a

| Model | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients | t | Sig. |
|--------------|-----------------------------|------------|---------------------------|-------|------|
| | B | Std. Error | Beta | | |
| 1 (Constant) | 377,088 | 179,005 | | 2,107 | ,039 |
| Manjeria1 | 34,343 | 14,452 | ,712 | 2,376 | ,034 |
| Institusi2 | 2,577 | 2,209 | ,339 | 1,167 | ,273 |
| IOS2 | 59,988 | 22,770 | ,826 | 2,634 | ,014 |
| ROA2 | 12,770 | 5,600 | ,640 | 2,280 | ,039 |
| DER2 | 181,088 | 88,917 | ,485 | 2,037 | ,047 |

a. Dependent Variable: DPR2

Dari tabel 4.15 dapat disusun persamaan regresi linier berganda sebagai berikut:

$$\text{DPR2} = 377,088 + 34,343 \text{ Managerial2} + 2,577 \text{ Institusi2} + 59,988 \text{ IOS2} + 12,770 \text{ ROA2} + 181,088 \text{ DER2} + e$$

Dari hasil persamaan regresi linier berganda tersebut diatas dapat dilihat nilai konstanta sebesar 377,088, hal ini mengindikasikan bahwa DPR perusahaan PMA mempunyai nilai sebesar 377,088 dengan tidak dipengaruhi oleh variabel-variabel independen (Kepemilikan saham manajemen, kepemilikan saham institusi, IOS, ROA dan DER), untuk melihat besarnya pengaruh variabel independen terhadap variabel dependennya dapat dilihat dari nilai beta *unstandardized coefficient*. Sedangkan untuk melihat dominasi variabel independen terhadap variabel dependennya tercermin dalam beta *standardized coefficient*. Hasil pengujian masing-masing variabel independen terhadap variabel dependennya dapat dianalisis sebagai berikut:

1. Hasil Pengaruh Managerial Ownership Terhadap DPR Perusahaan PMA

Dari hasil perhitungan uji secara parsial diperoleh nilai t hitung sebesar (2,376) dengan nilai signifikansi sebesar 0,034. Karena nilai signifikansi lebih kecil dari 5% maka hipotesis diterima berarti ada pengaruh signifikan antara variabel Managerial Ownership dengan variabel DPR. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa manajemen perusahaan PMA melihat besarnya kepemilikan saham yang dimilikinya dalam

mengambil kebijakan dividen, kepemilikan saham manajemen yang meningkat mampu meningkatkan besarnya kebijakan dividen.

2. Hasil Pengaruh Institutional Ownership Terhadap DPR Perusahaan PMA

Dari hasil perhitungan uji secara parsial diperoleh nilai t hitung sebesar (1,167) dengan nilai signifikansi sebesar 0,273. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 5% maka hipotesis ditolak berarti ada tidak ada pengaruh signifikan antara variabel Institutional Ownership dengan variabel DPR. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa manajemen perusahaan PMA tidak melihat besarnya kepemilikan saham yang dimiliki oleh institusi dalam mengambil kebijakan dividen. Hasil penelitian ini sesuai dengan peneliti terdahulu (Hatta, 2002), dimana kepemilikan saham institusi tidak berpengaruh signifikan terhadap DPR.

3. Hasil Pengaruh IOS Terhadap DPR Perusahaan PMA

Berdasarkan perhitungan uji secara parsial, hasilnya adalah nilai t hitung sebesar (2,634) dan nilai signifikansi sebesar 0,014. Karena nilai signifikansi lebih kecil dari 5% maka hipotesis diterima berarti ada pengaruh signifikan antara variabel IOS dengan variabel DPR. Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa perusahaan PMA mampu memberikan investasi yang tumbuh, artinya investasi yang dilakukan perusahaan memberikan tingkat keuntungan yang baik sehingga perusahaan

dapat membagikan dividen yang tinggi. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Mahadwartha dan Hartono, 2002).

4. Hasil Pengaruh ROA Terhadap DPR Perusahaan PMA

Dari hasil perhitungan uji secara parsial diperoleh nilai t hitung sebesar (2,280) dengan nilai signifikansi sebesar 0,039. Karena nilai signifikansi lebih kecil dari 5% maka hipotesis diterima berarti ada pengaruh signifikan antara variabel ROA dengan variabel DPR. Kondisi ini sesuai dengan teori yang ada dimana bila terjadi kenaikan ROA maka DPR akan semakin tinggi pula, hal ini terjadi karena kondisi perusahaan PMA yang mulai stabil akibat krisis ekonomi yang terjadi sehingga laba yang dihasilkan dengan menggunakan modal sendiri lebih baik dialokasikan untuk stabilitas perusahaan dan digunakan untuk ekspansi perusahaan guna memperkuat posisi perusahaan di pasar dan selebihnya digunakan untuk dibagikan sebagai dividen.

Tanda positif dalam penelitian ini sesuai dengan teori *Information content or signaling hypothesis*, Modigliani-Miller yang menyatakan bahwa kenaikan dividen merupakan suatu sinyal kepada para investor bahwa manajemen meramalkan suatu penghasilan yang baik di masa yang akan datang, berdasarkan teori tersebut menunjukkan bahwa penghasilan yang tinggi melalui asset yang dimiliki yang tercermin dalam *return on Asset* (ROA) menunjukkan pengaruh positif terhadap kebijakan dividen yang tercermin dalam *dividend payout ratio* (DPR). Hasil penelitian ini sesuai dengan peneliti terdahulu (Jensen et al., 1992; dan Sunarto dan Kartika, 2003), dimana ROA tidak berpengaruh signifikan terhadap DPR.

5. Hasil Pengaruh DER Terhadap DPR Perusahaan PMA

Dari hasil perhitungan uji secara parsial diperoleh nilai t hitung sebesar (2,037) dengan nilai signifikansi sebesar 0,047. Karena nilai signifikansi lebih kecil dari 5% maka hipotesis diterima berarti ada pengaruh signifikan antara variabel DER dengan variabel DPR.

Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa semakin tinggi DER akan semakin tinggi kemampuan perusahaan dalam membagikan dividen. Semakin besar proporsi hutang yang digunakan untuk struktur modal suatu perusahaan, maka akan semakin besar kesempatan dananya untuk ditempatkan kedalam investasi yang menguntungkan. Hal ini didukung oleh teori balancing yang menyatakan bahwa hutang diperbolehkan bila laba yang diperoleh lebih tinggi dari biaya hutangnya.

4.2.3. Hasil Perhitungan Chow Test

Untuk membedakan hasil regresi pada perusahaan PMA dan perusahaan PMDN, selanjutnya digunakan model regresi *Chow Test* dengan rumus: (Imam Ghozali, 2004)

$$F_{hit} = \frac{(RSS_r - RSS_{ur})/k}{RSS_{ur} / (n_1 + n_2 - k)}$$

Pada Tabel 4.10, Tabel 4.11 dan Tabel 4.12 dibawah ini dapat dilihat nilai residual untuk perusahaan PMA dan perusahaan PMDN dan residual gabungan untuk perusahaan PMA dan perusahaan PMDN.

Tabel 4.10

Residual Perusahaan PMA

ANOVA^b

| Model | | Sum of Squares | df | Mean Square | F | Sig. |
|-------|------------|----------------|----|-------------|-------|-------------------|
| 1 | Regression | 58806,524 | 5 | 11761,305 | 2,336 | ,033 ^a |
| | Residual | 79221,023 | 9 | 8802,336 | | |
| | Total | 138027,5 | 14 | | | |

a. Predictors: (Constant), DER2, ROA2, Institusi2, IOS2, Manjerial2

b. Dependent Variable: DPR2

Tabel 4.11**Residual Perusahaan PMDN****ANOVA^b**

| Model | | Sum of Squares | df | Mean Square | F | Sig. |
|-------|------------|----------------|-----|-------------|-------|-------------------|
| 1 | Regression | 5453,198 | 5 | 1090,640 | 2,331 | ,048 ^a |
| | Residual | 46328,394 | 99 | 467,964 | | |
| | Total | 51781,592 | 104 | | | |

a. Predictors: (Constant), DER1, Institusi1, ROA1, IOS1, Manajerial1

b. Dependent Variable: DPR1

Tabel 4.12**Residual Gabungan Perusahaan PMA dan PMDN**

ANOVA^b

| Model | | Sum of Squares | df | Mean Square | F | Sig. |
|-------|------------|----------------|----|-------------|-------|-------------------|
| 1 | Regression | 109267,1 | 5 | 27368,214 | 2,631 | ,025 ^a |
| | Residual | 739721,5 | 50 | 12786,070 | | |
| | Total | 9267987 | 55 | | | |

a. Predictors: (Constant), DER, Institusi, ROA, IOS, Manajerial

b. Dependent Variable: DPR

Berdasarkan pada Tabel 4.10 dan Tabel 4.11 didapat nilai residual untuk perusahaan PMA (RSSur1) sebesar 79221,023, nilai residual untuk perusahaan PMDN (RSSur2) sebesar 46328,394 dan nilai residual gabungan untuk perusahaan PMA dan PMDN (RSSr) sebesar 739721,5. Dengan jumlah n sebanyak 40, dan jumlah parameter yang diestimasi pada *restricted regresion* (k) sebesar 5 maka didapatkan perhitungan *chow test* sebagai berikut:

$$\begin{aligned}
 \text{RSSur} &= \text{RSSur1} + \text{RSSur2} \\
 &= 79221,023 + 46328,394 \\
 &= 125549,41 \\
 F &= \frac{(\text{RSSr} - \text{RSSur}) / k}{(\text{RSSur} / (n_1 + n_2 - 2k))} \\
 &= \frac{(739721,5 - 125549,41) / 5}{(125549,41 / (40 - 10))} \\
 &= \frac{322834,418}{4184,98} \\
 &= 29,351
 \end{aligned}$$

Nilai F-hitung yang didapat dalam perhitungan chow test sebesar 29,351, atau lebih besar daripada F tabel sebesar 1,96 sehingga ada beda antara pengaruh variabel Kepemilikan saham manajemen, kepemilikan saham institusi, IOS, ROA dan DER perusahaan PMA dan PMDN dalam membagikan dividen. Hal tersebut ditunjukkan dengan bahwa pada perusahaan PMDN hanya ROA yang mempengaruhi DPR, sedangkan pada perusahaan PMA variabel Kepemilikan saham manajemen, IOS, ROA dan DER berpengaruh signifikan terhadap DPR, hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan PMA mempunyai kebijakan dividen yang lebih baik dari perusahaan PMDN, hal ini dikarenakan perusahaan PMA mempunyai set kesempatan investasi yang lebih bertumbuh.

BAB V

SIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN

5.1. Simpulan

Berikut disajikan simpulan atas hipotesis dalam penelitian ini :

1. Berdasar hasil pengujian hipotesis 1,2,3, dan 5 menunjukkan bahwa secara parsial variabel Kepemilikan saham manajemen, kepemilikan saham institusi, IOS, dan DER pada perusahaan PMDN tidak

berpengaruh signifikan terhadap variabel DPR. Hal tersebut ditunjukkan dengan besarnya signifikansi Kepemilikan saham manajemen, kepemilikan saham institusi, IOS, dan DER yang lebih besar dari 0,05 yaitu sebesar 0,598; 0,603; 0,456; dan 0,111.

2. Berdasar hasil pengujian hipotesis 4, menunjukkan bahwa secara parsial variabel *Return on Asset* (ROA), pada perusahaan PMDN berpengaruh signifikan positif terhadap variabel DPR. Hal tersebut ditunjukkan dengan besarnya signifikansi ROA yang lebih kecil dari 0,05 yaitu sebesar 0,015, hal ini mengindikasikan bahwa ROA yang tinggi pada perusahaan PMDN mampu meningkatkan besarnya dividen.
3. Berdasar hasil pengujian hipotesis 6,8,9, dan 10 menunjukkan bahwa secara parsial variabel Kepemilikan saham manajemen, IOS, ROA dan DER pada perusahaan PMA berpengaruh signifikan positif terhadap variabel DPR. Hal tersebut ditunjukkan dengan besarnya signifikansi Kepemilikan saham manajemen, kepemilikan saham institusi, IOS, dan DER yang lebih kecil dari 0,05 yaitu sebesar 0,034; 0,014; 0,049; dan 0,047. hal ini mengindikasikan bahwa Kepemilikan saham manajemen, kepemilikan saham institusi, IOS, dan DER yang tinggi pada perusahaan PMA mampu meningkatkan besarnya dividen
4. Berdasar hasil pengujian hipotesis 7 menunjukkan bahwa secara parsial variabel kepemilikan saham institusi pada perusahaan PMA tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel DPR. Hal tersebut ditunjukkan dengan besarnya signifikansi kepemilikan saham institusi yang lebih besar dari 0,05 yaitu sebesar 0,273.

5. Berdasar hasil pengujian chow test terdapat perbedaan pengaruh kepemilikan manajemen, Kepemilikan institusi, IOS, DER dan ROA dalam mempengaruhi DPR antara perusahaan PMA dan perusahaan PMDN yang ditunjukkan dengan besarnya nilai f-hitung 29,351, atau lebih besar daripada F tabel sebesar 1,96.

5.2. Implikasi Teoritis

Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian terdahulu yang dilakukan oleh:

1. Wahidahwati (2002) dan Amidu dan Abor (2006) yang menyatakan bahwa ROA berpengaruh signifikan positif terhadap DPR, pada penelitian ini baik perusahaan PMA dan PMDN, ROA berpengaruh signifikan positif terhadap DPR
2. Hatta (2002) yang menyatakan bahwa kepemilikan institusi tidak berpengaruh terhadap DPR, pada penelitian ini baik perusahaan PMA dan PMDN, kepemilikan saham institusi tidak berpengaruh signifikan terhadap DPR.

5.3. Implikasi Kebijakan

Implikasi kebijakan dalam penelitian ini dapat dijelaskan sebagai berikut :

1. Pada perusahaan PMDN, hanya ROA yang mempengaruhi DPR secara signifikan, sehingga ROA harus dijaga, karena yang paling dominan menjadi perhatian dan berpengaruh terhadap DPR adalah

ROA. Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa jika ROA semakin besar atau mendekati satu, maka berarti semakin tinggi laba yang dihasilkan melalui pemanfaatan total aset yang dimiliki akan meningkatkan pembagian dividen. Semakin meningkatnya ROA, maka daya tarik investor semakin meningkat sehingga DPR juga meningkat.

2. Pada perusahaan PMA, kepemilikan saham manajemen, IOS, ROA, dan DER yang berpengaruh signifikan terhadap DPR, sehingga kepemilikan saham manajemen, IOS, ROA, dan DER perlu dijaga besarannya untuk menarik minat investor, karena yang menjadi perhatian dan berpengaruh terhadap DPR adalah kepemilikan saham manajemen, IOS, ROA, dan DER. Sementara kepemilikan institusi tidak berpengaruh terhadap DPR pada perusahaan PMA, sehingga besarnya kepemilikan institusi tidak mempengaruhi besar kecilnya DPR.

5.4. Keterbatasan Penelitian

Sebagaimana diuraikan di muka bahwa hasil penelitian ini terbatas pada pengamatan yang relatif pendek yaitu selama 3 tahun dengan sampel yang terbatas pula yaitu 40 perusahaan. Disamping itu faktor fundamental perusahaan yang digunakan sebagai dasar untuk memprediksi DPR hanya terbatas pada Kepemilikan saham manajemen, kepemilikan saham institusi, IOS, ROA dan DER.

5.5. Agenda Penelitian Mendatang

Dengan kemampuan prediksi sebesar 50,5% pada perusahaan PMDN, dan 42,6% pada perusahaan PMA yang ditunjukkan pada nilai R^2 yang mengindikasikan bahwa Kepemilikan saham manajemen, kepemilikan saham institusi, IOS, ROA dan DER berpengaruh sebesar 23,3% terhadap DPR yang berarti 76,7% dipengaruhi variabel lain. Karena besarnya nilai adjusted R^2 yang rendah maka disarankan untuk penelitian yang akan datang perlu memasukkan faktor fundamental yang lain seperti: Cash Flow (Partington, 1989); Earning Volatility (Chang dan Rhee (1990), dan ROE (Susanto (2002). Alasan penelitian ini tidak memasukkan variabel earning volatility karena keterbatasan data dalam mencari proksi dari earning volatility, sedangkan Alasan penelitian ini tidak meneliti variabel ROE karena memiliki kesamaan dengan variabel ROA, yaitu sama-sama mengandung unsur laba.

DAFTAR REFERENSI

- Barker, Richard G. (1999), “*Survey and Market-based Evidence of Industry-dependence in Analysts’ Preferences Between the Dividend Yield and Price-earnings Ratio Valuation Models*”. *Journal of Business Finance & Accounting* 26 (3) & (4), 0306-686X: 393-416.

- Basu Swastha. (1983), *“The Relationship between Earnings Yield, Market Value, and Return for NYSE Common Stocks”*. *Journal of Financial Economics*, Vol. 12, pp.126-156.
- Claude *et al.* (1996), *“Political Risk, Economic Risk, and Financial Risk”*. *Financial Analysis Journal*, Nov-Dec, pp. 29-45.
- Gujarati, Damodar N. (2003). *“Basic Econometrics”*. Singapore: Mc Graw Hill, Inc.
- J. Fred Weston, Thomas E. Copland *“Managerial Finance 9th edition, The Drayden Press*
- Jogiyanto.1998. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi* . BPFE UGM: Yogyakarta
- Mas’ud Machfoed (1994), *“Financial Ratio Analysis and The Prediction of Earnings Changes in Indonesia”*. *Kelola*, No.7/III/1994, pp. 114-134.
- Rina Trisnawati. (1999). *“Pengaruh Informasi Prospektus pada Return Saham di Pasar Modal”*. Simposium Nasional Akuntansi II dan Rapat Anggota II. Ikatan Akuntan Indonesia, Kompartemen Akuntan Pendidik, 24-25 Sept., hal. 1-13.
- Robbert Ang. (1997), *Buku Pintar: Pasar Modal Indonesia*. Mediasoft Indonesia.
- Sawidji Widadmodjo. (1996), *Cara Sehat Investasi di Pasar Modal*. PT Jurnalindo Aksara Grafika. Jakarta.
- Siddharta Utama dan Anto Yulianto Budi Santoso (1998), *“Kaitan Antara Rasio Price/Book Value dan Imbal Hasil Saham pada Bursa Efek Jakarta”*. *Jurnal Riset Akutansi Indonesia*, Vol. 1, No. 1, Januari, hal. 127-140.
- Syahib Natarsyah. (2000). *“Analisis Pengaruh Beberapa Faktor Fundamental dan Risiko Sistematis Terhadap Harga saham: Kasus Industri Barang Konsumsi yang Go-Public di Pasar Modal Indonesia”*. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol. 15, No. 3, hal. 294-312.

Singgih Santoso. (1999), *SPSS (Statistical Product and Service Solutions)*. Penerbit PT Elex Media Komputindo-Kelompok Gramedia. Jakarta.

Suad Husnan. (1998), *Dasar-dasar Teori Portofolio dan analisis Sekuritas*. UPP AMP YKPN: Yogyakarta.

Suad Husnan (2001). “*Corporate Governance* dan Keputusan Pendanaan: Perbandingan Kinerja Perusahaan dengan Pemegang Saham Pengendali Perusahaan Multinasional dan Bukan Multinasional”. *Jurnal Riset Akuntansi, Manajemen, Ekonomi*, Vol. 1 No.1, Februari: 1 – 12.

ANALISIS PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN, INVESTMENT OPPORTUNITY SET (IOS), DAN RASIO-RASIO KEUANGAN TERHADAP DIVIDEND PAYOUT RATIO (DPR)

(Studi Komparatif pada perusahaan PMA dan PMDN di Bursa Efek
Jakarta Periode Tahun 2003-2005)

SUWENDRA KUMAR
NIM C4A006229

Penelitian ini dilakukan untuk menguji pengaruh variabel Kepemilikan saham manajemen, kepemilikan saham institusi, IOS, ROA dan DER, terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR) pada perusahaan yang *listed* di BEJ periode 2003-2005.

Teknik sampling yang digunakan adalah *purposive sampling* dengan kriteria: (1) perusahaan yang selalu menyajikan laporan keuangan per Desember 2003-2005, (2) perusahaan yang sahamnya ikut dimiliki manajemen per Desember 2003-2005 dan (3) perusahaan yang secara kontinyu membagikan dividen per Desember 2003-2005. Data diperoleh berdasarkan publikasi *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD 2006). Diperoleh jumlah sampel sebanyak 40 perusahaan dari 272 perusahaan non keuangan yang terdaftar di BEJ. Teknik analisis yang digunakan adalah regresi berganda dengan persamaan kuadrat terkecil dan uji hipotesis menggunakan t-statistik untuk menguji koefisien regresi parsial serta f-statistik untuk menguji keberartian pengaruh secara bersama-sama dengan *level of significance* 5%. Selain itu juga dilakukan uji asumsi klasik yang meliputi uji normalitas, uji multikolinieritas, uji heteroskedastisitas dan uji autokorelasi. Sedangkan untuk menguji perbedaan pengaruh Kepemilikan saham manajemen, kepemilikan saham institusi, IOS, ROA dan DER terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR) pada perusahaan PMA dan PMDN di BEJ digunakan uji analisis regresi Chow Test

Investor di Bursa Efek Jakarta yang mempunyai tujuan mendapatkan deviden sebaiknya memperhatikan informasi-informasi yang dikeluarkan oleh perusahaan karena dengan adanya informasi tersebut maka dapat dimanfaatkan untuk mengambil keputusan yang tepat sehubungan dengan investasinya. Kepemilikan saham manajemen menunjukkan variabel yang paling besar pengaruhnya terhadap DPR yang ditunjukkan dengan besarnya nilai beta standardized coefficients sebesar -0,460 kemudian variabel DER dengan nilai beta standardized coefficients sebesar -0,353. Sedangkan hasil uji Chow Test menunjukkan tidak terdapat perbedaan pengaruh Kepemilikan saham manajemen, kepemilikan saham institusi, IOS, ROA dan DER dalam mempengaruhi DPR antara perusahaan PMA dan PMDN.

Kata Kunci: Kepemilikan saham manajemen, kepemilikan saham institusi, IOS, ROA dan DER, dan Dividend Payout Ratio (DPR)

I. PENDAHULUAN

1.5. Latar Belakang Masalah

Aktivitas investasi merupakan aktivitas yang dihadapkan pada berbagai macam resiko dan ketidakpastian yang seringkali sulit diprediksikan oleh para investor. Untuk mengurangi kemungkinan resiko dan ketidakpastian yang akan terjadi, investor memerlukan berbagai macam informasi, baik informasi yang diperoleh dari kinerja perusahaan maupun informasi lain yang relevan seperti kondisi ekonomi dan politik dalam suatu negara. Informasi yang diperoleh dari perusahaan lazimnya didasarkan pada kinerja perusahaan yang tercermin dalam laporan keuangan. Sesuai dengan Standar Akuntansi Keuangan (SAK) 1999 mewajibkan bagi setiap perusahaan (terutama perusahaan publik) wajib menyajikan laporan keuangan, baik laporan keuangan interim/ *quarter* (*unaudit*) maupun laporan keuangan tahunan/ *annual* (*audited*). Laporan keuangan tahunan (yang telah di audit) antara lain dipublikasikan oleh *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) yang memuat laporan neraca dan laporan laba rugi, serta catatan yang berhubungan dengan laporan keuangan tersebut. Berdasarkan laporan keuangan, investor dapat mengetahui kinerja perusahaan dalam kemampuannya untuk menghasilkan profitabilitas dan besarnya pendapatan dividen per lembar saham (*dividend per share*). (Robert Ang, 1997).

Investor mempunyai tujuan utama dalam menanamkan dananya kedalam perusahaan yaitu untuk mencari

pendapatan atau tingkat kembalian investasi (*return*) baik berupa pendapatan dividen (*dividend yield*) maupun pendapatan dari selisih harga jual saham terhadap harga belinya (*capital gain*). Dalam hubungannya dengan pendapatan dividen, para investor umumnya menginginkan pembagian dividen yang relatif stabil, karena dengan stabilitas deviden dapat meningkatkan kepercayaan investor terhadap perusahaan sehingga mengurangi ketidakpastian investor dalam menanamkan dananya kedalam perusahaan. Di sisi lain, perusahaan yang akan membagikan dividen dihadapkan pada berbagai macam pertimbangan antara lain: perlunya menahan sebagian laba untuk re-investasi yang mungkin lebih menguntungkan, kebutuhan dana perusahaan, likuiditas perusahaan, sifat pemegang saham, target tertentu yang berhubungan dengan rasio pembayaran dividen dan faktor lain yang berhubungan dengan kebijakan deviden (Brigham, 2005).

Husnan (1989) menyatakan bahwa perusahaan dalam mengelola keuangannya selalu dihadapkan pada tiga permasalahan penting yang saling berkaitan. Ketiga permasalahan tersebut adalah keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan untuk menentukan berapa banyak dividen yang harus dibagikan kepada para pemegang saham. Keputusan-keputusan tersebut akan mempunyai pengaruh terhadap nilai perusahaan yang tercermin dari harga pasar perusahaan.

Kebijakan dividen merupakan keputusan untuk menentukan berapa banyak dividen yang harus dibagikan kepada para pemegang saham. Kebijakan ini bermula dari bagaimana perlakuan manajemen terhadap keuntungan yang diperoleh perusahaan yang pada umumnya sebagian dari penghasilan bersih setelah pajak (EAT) dibagikan kepada para investor dalam bentuk dividen dan sebagian lagi diinvestasikan kembali ke perusahaan dalam bentuk laba ditahan. Laba ditahan merupakan salah satu dari sumber dana yang paling penting untuk membiayai pertumbuhan perusahaan, sedangkan dividen merupakan aliran kas yang dibayarkan kepada para investor. Perusahaan selalu menginginkan adanya pertumbuhan bagi perusahaan bersangkutan di satu pihak dan juga dapat membayarkan dividen kepada para investor di lain pihak, tetapi kedua tujuan tersebut selalu bertentangan (Riyanto, 1995).

Husnan (1989) menyatakan bahwa perusahaan lebih suka menahan keuntungan daripada membagikan dalam bentuk dividen, sedangkan investor lebih menyukai pembayaran dividen saat ini daripada menundanya untuk direalisasikan dalam bentuk *capital gain*. Oleh karena adanya kepentingan yang berbeda antara pihak perusahaan dengan investor, maka perusahaan harus dapat mengambil suatu kebijakan dividen yang membawa manfaat khususnya bagi peningkatan kemakmuran para pemegang saham.

Komposisi kepemilikan dari perusahaan-perusahaan yang telah *go*

public dan tercatat di Bursa Efek Jakarta berbeda dengan komposisi perusahaan yang belum *go public*. Perbedaan yang sangat nyata adalah bahwa pada perusahaan yang telah *go public* terdapat komposisi kepemilikan yang dimiliki oleh masyarakat umum (publik), sedangkan pada perusahaan yang tertutup hal tersebut belum tentu ada. Adanya komposisi kepemilikan yang dimiliki oleh publik ini tentu menimbulkan implikasi bagi perusahaan. Pemegang saham dari kalangan publik ini akan meminta imbal hasil dari investasi yang dilakukan pada suatu perusahaan dalam bentuk dividen. Sementara itu pihak internal dalam perusahaan akan merasa keberatan apabila nilai dividen yang diberikan kepada pemegang saham memiliki jumlah yang besar, karena pihak internal dapat memiliki keinginan untuk menggunakan keuntungan yang diperoleh untuk memperluas kegiatan operasinya (benturan kepentingan ini seringkali) dibahas dalam teori keagenan (*agency theory*).

Berdasarkan teori keagenan, diketahui bahwa kepentingan manajer selaku pengelola perusahaan akan dapat berbeda dengan kepentingan pemegang saham (Elloumi dan Gueyie, 2001). Manajer dapat mengambil tindakan yang diperlukan untuk meningkatkan keuntungan pribadi, berlawanan dengan upaya untuk memaksimalkan harga saham yang menjadi tujuan dari pemegang saham. Tingkat asimetri informasi akan cenderung relative tinggi pada perusahaan dengan tingkat kesempatan investasi yang baik. Manajer memiliki

informasi tentang nilai proyek di masa mendatang dan tindakan mereka tidaklah dapat diawasi dengan detail oleh pemegang saham. Sehingga biaya agensi antara manajer dengan pemegang saham akan meningkat, pada perusahaan dengan kesempatan investasi yang tinggi. Pemegang saham perusahaan tersebut akan sangat mungkin bergantung kepada insentif guna memotivasi manajer untuk melakukan kepentingannya, hal ini tentu akan berdampak pada pembagian dividen perusahaan. Sehingga seringkali pembahasan mengenai dividen haruslah mengacu pada kerangka teori keagenan.

Teori keagenan (*agency theory*) telah menjadi basis penelitian yang kuat dalam disiplin keuangan dan akuntansi (Syukri Abdullah, 2001). Dalam kajian tentang keuangan perusahaan, penekanan pada kebijakan manajemen yang berkaitan dengan kemakmuran manajer dan kemakmuran pemilik perusahaan, seperti kebijakan struktur modal, kebijakan dividend an kepemilikan manajerial merupakan topik yang diteliti secara luas dan mendalam untuk melihat bagaimana pola konflik kepentingan di antara manajer dan pemilik perusahaan.

Aplikasi teori keagenan (*agency theory*) semakin nyata dan jelas dalam kajian tentang perusahaan yang telah memanfaatkan sumber dana dari pasar modal. Teori asimetri informasi yang menyatakan adanya perbedaan kepemilikan informasi antara manajer dengan investor (dimana manajer memiliki informasi yang lebih lengkap daripada investor),

memberi pemahaman dan bukti empiris bahwa terdapat biaya dalam hubungan antara manajer (pihak internal) dan investor (Syukriy Abdullah, 2001) menjelaskan bagaimana biaya tersebut terjadi berdasarkan teori ekonomi yang memandang hubungan diantara kedua belah pihak sebagai suatu pemberian wewenang oleh pemilik kepada manajer untuk bertindak dalam garis kepentingan pemilik.

Masalah keagenan yang terjadi disebabkan adanya kemungkinan manajemen bertindak tidak sesuai dengan keinginan principal, karena manajemen berkeinginan untuk meningkatkan kemakmurannya. Selain itu manajemen juga dapat memilih struktur modal perusahaan, struktur kepemilikan dan kebijakan dividen yang menurunkan biaya keagenan (*agency cost*) yang terjadi dalam konflik kepentingan tersebut.

Teori keagenan memberikan beberapa cara untuk mengurangi biaya keagenan, yang tiga di antaranya diteliti oleh Crutchley dan Hansen (1999), yakni :

4. Dengan meningkatkan kepemilikan atas saham biasa perusahaan, berarti semakin mendekatkan kepentingan manajer dengan kepentingan investor publik / eksternal (Syukriy Abdullah, 2001).
5. Menaikkan dividen (Rozeff, 1982). Pembayaran dividen yang lebih besar akan meningkatkan kemungkinan untuk memperbesar modal dari hutang. Penambahan modal dari pemodal eksternal baik melalui *Initial*

Public Offering (IPO) ataupun *right issue* akan meningkatkan *monitoring* atau pengawasan dari pihak-pihak yang terkait dengan pasar modal seperti Bapepam, penjamin emisi dan investor. *Monitoring* ini mendorong manajer untuk bekerja lebih baik sehingga lebih mendekati kepentingan pemegang saham.

6. Dengan menggunakan pembiayaan dari hutang (Jensen dan Meekling, 1976 dalam Syukriy Abdullah, 2001). Penggunaan hutang yang lebih besar menurunkan biaya dari modal sendiri sehingga mengurangi konflik manajer dengan pemegang saham. Namun pembiayaan dengan hutang menimbulkan konflik antara investor dan kreditur yang menambah biaya keagenan. Hutang perusahaan yang semakin besar berarti memperbesar resiko kebangkrutan yang ditanggung oleh pemegang saham, sehingga pemegang saham cenderung mendorong manajer untuk melakukan investasi yang memiliki imbal hasil yang lebih tinggi.

Ketiga cara yang melibatkan kepemilikan manajerial, kebijakan dividen dan kebijakan hutang tersebut telah memperoleh perhatian para peneliti, sehingga terdapat beberapa penelitian yang melakukan kajian mengenai hubungan maupun pengaruh dari kepemilikan manajerial, kebijakan dividen dan kebijakan hutang satu sama lain. Di Indonesia, penelitian mengenai hal tersebut telah dilakukan

oleh Syukriy Abdullah (2001), P.A. Mahadwartha dan Jogiyanto Hartono (2002), Wahidahwati (2002), dan Fitri Ismiyanti dan M.Hanafi (2003).

Syukriy Abdullah (2001) melakukan kajian mengenai pengaruh dari kepemilikan manajerial, kebijakan hutang, laba dan pertumbuhan perusahaan terhadap *dividen payout ratio* dari perusahaan-perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Jakarta selama periode 1994-1996 yang dipilih secara *purposive*. Hasil penelitian Syukriy Abdullah (2001) adalah bahwa kepemilikan manajerial dan tingkat pertumbuhan perusahaan memiliki pengaruh negatif terhadap *dividend payout ratio*. Artinya bila kepemilikan saham yang dimiliki manajemen meningkat, maka manajer akan semakin berhati-hati dalam menjalankan aktivitas operasionalnya, hal tersebut dapat menurunkan dividen dengan asumsi perusahaan sedang melakukan ekspansi usaha.

Hatta (2002) menguji pengaruh antara pertumbuhan asset, insider ownership, free cash flow dan Ukuran perusahaan terhadap Dividen Payout Ratio (DPR), dimana hasil penelitiannya menunjukkan bahwa hanya pertumbuhan asset yang berpengaruh signifikan terhadap DPR pada perusahaan manufaktur yang listed di BEJ periode 1993-1999, sementara ketiga variabel lainnya yaitu insider ownership, free cash flow dan ukuran perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap DPR.

P.A. Mahadwartha dan Jogiyanto Hartono (2002) meneliti tentang pengaruh *investment opportunity set*, kepemilikan

manajerial, ukuran perusahaan dan kebijakan hutang terhadap dividend payout ratio dari perusahaan-perusahaan sektor manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Jakarta pada periode 1990-2000. Hasil penelitian P.A. Mahadwartha dan Jogiyanto Hartono (2002) adalah bahwa kebijakan hutang, *investment opportunity set* memiliki pengaruh positif terhadap dividend payout ratio. Sedangkan kepemilikan manajerial dan ukuran perusahaan memiliki pengaruh negatif terhadap *dividend payout ratio*.

Wahidahwati (2002) melakukan penelitian yang salah satunya mengkaji tentang variabel-variabel yang mempengaruhi dividend payout ratio. Variabel bebas yang diteliti adalah kepemilikan manajerial, kebijakan hutang, resiko, ukuran perusahaan, pengeluaran modal, ROA dan tingkat pertumbuhan dari perusahaan-perusahaan sektor manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Jakarta pada periode 1993-1996. Hasil penelitian Wahidahwati (2002) adalah bahwa hanya variabel pengeluaran modal dan ROA yang mempengaruhi *dividend payout ratio*. Pengaruh pengeluaran modal terhadap dividend payout ratio adalah negatif, sementara pengaruh ROA terhadap *dividend payout ratio* adalah positif.

Fitri Ismiyanti dan M.Hanafi (2003) melakukan penelitian yang mengkaji pengaruh kebijakan hutang, kepemilikan manajerial, resiko, kepemilikan institusi, ROA dan aset tetap terhadap kebijakan dividen yang diukur dari dividend payout ratio dari perusahaan-perusahaan yang bergerak

di sektor manufaktur di Bursa Efek Jakarta antara tahun 1998-2001. Hasil penelitian Fitri Ismiyanti dan M.Hanafi (2003) adalah bahwa resiko dan aset tetap memiliki pengaruh negatif terhadap *dividend payout ratio*.

Amidu dan Abor (2006) menguji faktor-faktor yang mempengaruhi dividend payout ratio pada 22 perusahaan yang listed di Ghana Stock Exchange pada periode tahun 1998-2003. Variabel-variabel yang digunakan untuk memprediksi DPR adalah: *profitability, cash flow, tax, risk, insider ownership, growth*, dan *market to book value*. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa *profitability, cash flow, tax* berpengaruh signifikan positif terhadap DPR, sementara *risk, insider ownership, growth*, dan *market to book value* berpengaruh signifikan negatif terhadap DPR.

Alasan penelitian ini menggunakan *dividend payout ratio* (DPR) sebagai variabel dependen dikarenakan DPR pada hakikatnya adalah menentukan porsi keuntungan yang akan dibagikan kepada para pemegang saham, dan yang akan ditahan sebagai bagian dari laba ditahan. Miller dan Modigliani (1961) dalam Saxena (1999), telah mengembangkan *irrelevant dividend*, yang selanjutnya disusul dengan beberapa studi yang membahas tentang pembayaran dividen dan berbagai variasi dalam kebijakan pembayaran dividen dengan memfokuskan pada ketidaksempurnaan pasar. Brigham (2005) juga mengatakan bahwa manajer percaya bahwa investor lebih menyukai perusahaan yang mengikuti *dividend payout ratio* yang stabil.

Alasan penggunaan kepemilikan manajerial, kepemilikan institusi, *investment opportunity set* (IOS), *return on asset* (ROA) dan *debt equity ratio* (DER) sebagai variabel independen dikarenakan adanya research gap dari beberapa penelitian terdahulu. Berdasarkan hasil penelitian berikut menunjukkan beberapa research gap untuk beberapa variabel yang berpengaruh terhadap DPR yaitu: (1) kepemilikan manajerial dinyatakan berpengaruh negatif terhadap DPR (Jensen et al., 1992; Chen dan Steiner, 1999; Syukriy Abdullah, 2001; Mahadwartha dan Hartono, 2002; Amidu dan Abor, 2006), namun kontradiktif dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Hatta (2002); dan Ismiyanti dan Hanafi (2003) yang tidak menunjukkan adanya pengaruh yang signifikan atas kepemilikan manajerial terhadap DPR, (2) Kepemilikan institusi dinyatakan tidak berpengaruh signifikan terhadap DPR (Hatta, 2002) sehingga perlu dilakukan penelitian lanjutan, (3) IOS dinyatakan berpengaruh signifikan positif

terhadap DPR (Mahadwartha dan Hartono, 2002), namun kontradiktif dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Ismiyanti dan Hanafi (2003) yang menunjukkan adanya pengaruh negatif IOS terhadap DPR, dan (4) *Return on asset* (ROA) dinyatakan tidak berpengaruh signifikan terhadap DPR (Jensen et al., 1992; dan Sunarto dan Kartika, 2003), namun kontradiktif dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Wahidahwati (2002) dan Amidu dan Abor (2006) yang menunjukkan adanya pengaruh positif ROA terhadap DPR sehingga perlu dilakukan penelitian lanjutan, dan (5) *Debt equity ratio* (DER) dinyatakan berpengaruh positif terhadap DPR (Jensen et al., 1992; dan Wahidahwati, 2002), namun kontradiktif dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Chang dan Rhee (1990) yang menunjukkan adanya pengaruh negatif DER terhadap DPR. Data perusahaan yang membagikan dividen pada perusahaan PMA dan PMDN dapat dijelaskan pada Tabel 1.1 dan Tabel 1.2 sebagai berikut:

Tabel 1.1:
Data Perusahaan Yang Membagikan Dividen Perusahaan PMA
Periode 2003-2005

| Variabel | 2003 | 2004 | 2005 |
|----------------------------|-------|-------|-------|
| Kepemilikan Manajerial (%) | 1,11 | 1,10 | 1,10 |
| Kepemilikan Institusi (%) | 76,50 | 78,32 | 81,18 |
| IOS (%) | 0,68 | 1,01 | 1,09 |
| ROA (%) | 6,66 | 11,80 | 9,89 |
| Debt to Equity (%) | 0,55 | 0,47 | 0,65 |
| Dividend Payout (%) | 93,19 | 21,29 | 24,52 |

Sumber: ICMD 2006

Tabel 1.2:
Data Perusahaan Yang Membagikan Dividen Perusahaan PMDN
Periode 2003-2005

| Variabel | 2003 | 2004 | 2005 |
|----------------------------|-------|-------|-------|
| Kepemilikan Manajerial (%) | 9,33 | 9,12 | 8,73 |
| Kepemilikan Institusi (%) | 64,27 | 60,91 | 60,75 |
| IOS (%) | 1,12 | 3,39 | 1,40 |
| ROA (%) | 5,16 | 6,19 | 5,87 |
| Debt to Equity (%) | 1,17 | 1,12 | 1,10 |
| Dividend Payout (%) | 20,58 | 23,01 | 24,42 |

Sumber: ICMD 2006

Penelitian ini menggunakan sampel pada perusahaan yang go publik di Bursa Efek Jakarta (BEJ) pada periode tahun 2003 sampai dengan tahun 2005, dikarenakan perusahaan-perusahaan tersebut sudah mengumumkan laporan keuangannya secara terbuka.

Berdasarkan perusahaan yang go publik di Bursa Efek Jakarta periode tahun 2003 sampai dengan tahun 2005 ada sejumlah 41 perusahaan PMA yang listing di BEJ atau 12,42% dan sejumlah 289 perusahaan PMDN yang listing di BEJ atau 87,58%. Dari 41 perusahaan PMA yang listing di BEJ ada sejumlah 13 perusahaan yang

membagikan dividen atau sebesar 31,70% dan dari 289 perusahaan PMDN ada sejumlah 39 perusahaan PMDN yang membagikan dividen atau sebesar 13,49%. Melihat kenyataan tersebut perusahaan PMA secara prosentase lebih banyak yang membagikan dividen daripada perusahaan PMDN padahal secara populasi perusahaan PMDN lebih banyak jumlahnya. Melihat adanya fenomena tersebut maka perlu dilakukan penelitian tentang faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen dan bagaimana perbedaannya pada perusahaan PMA dan PMDN.

Tabel 1.3:
Perusahaan PMA dan PMDN

| No | Status Kepemilikan | Jumlah perusahaan yang Listing (%) | Jumlah perusahaan Yang Membagi Dividen (%) |
|----|--------------------|------------------------------------|--|
| 1 | PMA | 41 (12,42%) | 5 (12,20%) |
| 2 | PMDN | 289 (87,58%) | 35 (12,11%) |

Sumber: ICMD 2006

Berdasar analisis laporan keuangan yang menunjukkan bahwa terdapat perbedaan dalam menentukan

kebijakan dividen antara perusahaan PMA dan PMDN, dimana perusahaan PMA secara

prosentase lebih banyak membagikan dividen (12,10%) dari pada perusahaan PMDN (12,11%) meski perusahaan PMA mempunyai populasi yang lebih kecil (12,42%) daripada perusahaan PMDN (87,58%). Berdasarkan hal tersebut maka dirumuskan pertanyaan penelitian (*research question*) sebagai berikut :

11. Bagaimana pengaruh kepemilikan manajerial terhadap *dividend payout ratio*?
12. Bagaimana pengaruh kepemilikan institusi terhadap *dividend payout ratio*?
13. Bagaimana pengaruh *investment opportunity set* (IOS) terhadap *dividend payout ratio*?
14. Bagaimana pengaruh *return on asset* (ROA) terhadap *dividend payout ratio*?
15. Bagaimana pengaruh *debt equity ratio* (DER) terhadap *dividend payout ratio*?
16. Bagaimana perbedaan perusahaan PMA dan perusahaan PMDN yang listed di Bursa Efek Jakarta dalam menentukan kebijakan dividen?

II. TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN MODEL

2.3. Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Dividend Payout Ratio (DPR)

2.1.1. Kepemilikan Manajerial

Komposisi kepemilikan saham memiliki dampak yang penting pada

sistem kendali perusahaan (Adhi A.W., 2002). Kepemilikan saham ini dapat terbagi menjadi kepemilikan manajerial, kepemilikan institusi dan kepemilikan publik. Masing-masing bentuk kepemilikan ini akan memiliki kepentingan dan dampak yang berbeda terhadap *dividend payout ratio*. Penelitian ini secara khusus akan mengkaji kepemilikan manajerial terhadap *dividend payout ratio*.

Secara empiris Jensen *et al.* (1992) menemukan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Rozeff (1982) mengemukakan bahwa kepemilikan manajerial yang tinggi menyebabkan dividen yang dibayarkan pada pemegang saham (*dividend payout ratio*) rendah. Penetapan dividen yang rendah disebabkan karena manajer memiliki harapan investasi di masa mendatang yang di biayai dari sumber internal. Apabila sebagian pemegang saham menyukai dividen tinggi maka hal ini akan menimbulkan perbedaan kepentingan sehingga diperlukan peningkatan dividen. Sebaliknya apabila terjadi kesamaan preferensi antara pemegang saham dan manajer maka tidak diperlukan peningkatan dividen.

Pada sisi lain, penambahan dividen memperkuat posisi perusahaan untuk mencari tambahan dana dari pasar modal sehingga kinerja perusahaan dimonitor oleh tim pengawas pasar modal. Pengawasan ini menyebabkan manajer berusaha mempertahankan kualitas kinerja dan tindakan ini menurunkan konflik keagenan. Selanjutnya Rozeff(1982) menyatakan bahwa kebijakan dividend

dan kepemilikan manajerial digunakan sebagai substitusi untuk mengurangi biaya keagenan. Perusahaan dengan menetapkan presentase kepemilikan manajerial yang besar, akan membayarkan dividen dalam jumlah yang kecil sedangkan pada presentase kepemilikan manajerial yang kecil, akan cenderung menetapkan dividen dalam jumlah yang besar. Berdasarkan hal tersebut maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

H1 : Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap *Dividend Payout Ratio*

2.1.2. Kepemilikan Institusi

Teori *Clientele Effect* dari Mondigliani-Miller menyatakan bahwa pemegang saham yang berbeda akan memiliki preferensi yang berbeda terhadap kebijakan dividen perusahaan. Hal tersebut mengindikasikan bahwa proporsi kepemilikan saham sangat mempengaruhi kebijakan dividen. Karena kepemilikan mewakili suatu sumber kekuasaan yang dapat digunakan untuk mendukung atau sebaliknya terhadap keberadaan manajemen maka

konsentrasi/penyebaran kekuasaan menjadi suatu hal yang relevan. Adanya kepemilikan oleh investor-investor institutional seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi dan kepemilikan oleh institusi lain dalam bentuk perusahaan akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja insider (Moh'd et al, 1998).

Hasil penelitian terdahulu yang menghubungkan pengaruh antara kepemilikan saham institusi terhadap kebijakan dividen yang tercermin dalam *dividend payout ratio* (DPR) dilakukan oleh Hatta (2002), dimana hasil penelitiannya menunjukkan tidak adanya pengaruh yang signifikan antara kepemilikan saham institusi (*institutional ownership*) terhadap DPR. Namun dengan adanya kepemilikan saham institusi yang akan meningkatkan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja insider (Moh'd et al, 1998) akan berdampak pada peningkatan keuntungan perusahaan. Berdasarkan uraian tersebut diatas dapat dirumuskan menjadi hipotesis alternatif kedua (H2) sebagai berikut:

H 2 : Kepemilikan institusi berpengaruh negatif terhadap *Dividend Payout Ratio*

2.1.3. *Investment Opportunity Set (IOS)*

Munculnya istilah *Investment Opportunity Set (IOS)* dikemukakan oleh Myers (1977) dalam Imam Subekti dan I.W. Kusuma (2001) yang menguraikan pengertian perusahaan, yaitu sebagai satu kombinasi antara aktiva riil (*assets in place*) dan opsi investasi masa depan. Menurut Gaver dan Gaver (1993), opsi investasi masa depan tidak semata-mata hanya ditunjukkan dengan adanya proyek-proyek yang didukung oleh kegiatan riset dan pengembangan saja, tetapi juga dengan kemampuan perusahaan yang lebih dalam mengeksplorasi kesempatan mengambil keuntungan dibandingkan dengan perusahaan lain yang setara dalam suatu kelompok industrinya. Kemampuan perusahaan yang lebih tinggi ini bersifat tidak dapat diobservasi (*unobservable*).

Myers (1977) sebagaimana dikutip oleh Adi Prasetyo (2001) memperkenalkan istilah *Investment Opportunity Set (IOS)* yang menggambarkan tentang luasnya peluang investasi. Dalam hal ini, nilai perusahaan tergantung pada pilihan pembelanjaan (*expenditure*) perusahaan di masa yang akan datang. Jadi IOS tidak hanya menunjuk pada peluang investasi tradisional seperti eksplorasi mineral, tetapi juga pilihan pembelanjaan lainnya seperti periklanan, yang akan digunakan di masa depan untuk menjamin keberhasilan perusahaan. Sama halnya dengan Gaver dan Gaver (1993), Adi

Prasetyo (2001) menyatakan bahwa karena IOS perusahaan terdiri dari proyek-proyek yang memberikan pertumbuhan bagi perusahaan, maka IOS dapat menjadi pemikiran sebagai prospek pertumbuhan bagi perusahaan. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa IOS merupakan hal yang tidak dapat di observasi. Karena itu diperlukan proksi agar dapat menjelaskan keterkaitan dengan variabel-variabel lain.

Imam Subekti dan I.W. Kusuma (2001) dan Tarjo dan Jogiyanto Hartono (2003) mengemukakan bahwa proksi pertumbuhan perusahaan dengan nilai IOS yang telah digunakan oleh para peneliti seperti Gaver dan Gaver (1993), Jones dan Sharna (2001) dan Kallapur dan Trombley (2001) secara umum dapat diklasifikasikan menjadi tiga kelompok berdasarkan faktor-faktor yang digunakan dalam mengukur nilai-nilai IOS tersebut. Klasifikasi IOS tersebut adalah sebagai berikut :

4. Proksi berdasarkan harga, proksi ini percaya pada gagasan bahwa prospek yang tumbuh dari suatu perusahaan sebagian dinyatakan dalam harga pasar. Perusahaan yang tumbuh akan mempunyai nilai pasar yang relatif lebih tinggi dibandingkan dengan aktiva riilnya (*assets in place*).
5. Proksi berdasarkan investasi, proksi ini percaya pada gagasan bahwa satu level kegiatan investasi yang tinggi berkaitan secara positif pada

nilai IOS suatu perusahaan. Kegiatan investasi ini diharapkan dapat memberikan peluang investasi di masa berikutnya yang semakin besar pada perusahaan yang bersangkutan.

6. Proksi berdasarkan varian, proksi ini percaya pada gagasan bahwa suatu opsi akan menjadi lebih bernilai jika menggunakan variabilitas ukuran untuk memperkirakan besarnya opsi yang tumbuh, seperti variabilitas return yang mendasari peningkatan aktiva.

Meskipun terdapat 3 klarifikasi proksi IOS, namun penelitian ini hanya akan menggunakan satu proksi IOS saja yaitu *book to market equity* (BVE/MVE) yang kemudian disempurnakan oleh Smith dan Watts (1992) dan Jogiyanto Hartono (1999) dan Tarjo dan Jogiyanto Hartono (2003) menjadi MVE / BVE yang masuk dalam kategori proksi berdasarkan harga. Berdasarkan penelitian Kallapur dan Trombley (1999), variabel tersebut merupakan proksi yang paling valid digunakan, selain itu variabel tersebut merupakan proksi yang paling banyak digunakan oleh peneliti di bidang keuangan di Amerika Serikat (Gaver dan Gaver, 1993) dan di Indonesia (Fitri Ismiyanti dan M. Hanafi, 2003). Bahkan Kallapur dan Trombley (1999) dalam Elloumi dan Gueyie (2001) menemukan bahwa proksi ini memiliki korelasi sangat tinggi dengan pertumbuhan di masa mendatang. Hal ini konsistensi dengan

penelitian sebelumnya. Elloumi dan Gueyie (2001) kemudian menyimpulkan bahwa proksi ini lebih baik dan dapat mengurangi tingkat kesalahan yang ada.

Tarjo dan Jogiyanto Hartono (2003) menyatakan bahwa rasio *market to book value* mencerminkan bahwa pasar menilai return dari investasi perusahaan di masa depan dari return yang diharapkan dari ekuitasnya. Adanya perbedaan antara nilai pasar dan nilai buku ekuitas menunjukkan kesempatan investasi perusahaan. Rumus MVE / BVE ini adalah sebagai berikut :

$$MVE / BVE : \frac{MC}{TE}$$

dimana ;

MVE/BVE : Rasio *market to book value of equity*

MC : Kapitalisasi pasar (lembar saham beredar dikalikan dengan harga)

TE : Total ekuitas

J.A. Saputro (2002) dalam penelitian menemukan bahwa proksi IOS berkorelasi positif dengan pertumbuhan, sehingga perusahaan yang memiliki nilai IOS tinggi juga memiliki peluang pertumbuhan yang tinggi. Hal yang sama juga ditemukan oleh Elloumi dan Gueyie (2001). Investasi di masa depan akan mempengaruhi nilai perusahaan, sehingga Myers (1977) dalam Fitri Ismiyanti dan M. Hanafi (2003)

mengatakan bahwa nilai perusahaan merupakan gabungan dari aktiva dengan investasi masa depannya. Kesempatan investasi atau *investment opportunity set* (IOS) yang tinggi di masa depan membuat perusahaan dikatakan mempunyai tingkat pertumbuhan yang tinggi.

Tingkat pertumbuhan yang tinggi di asosiasikan dengan penurunan dividen (Rozeff, 1982). Perusahaan dengan pertumbuhan penjualan yang tinggi diharapkan memiliki kesempatan investasi yang tinggi. Untuk meningkatkan pertumbuhan penjualan, perusahaan memerlukan dana yang besar yang dibiayai dari sumber internal. Penurunan pembayaran dividen menyebabkan perusahaan memiliki sumber dana internal untuk keperluan investasi (Myers dan Majluf, 1984). Masing-masing perusahaan mempunyai IOS yang berbeda-beda tergantung dari spesifik aktiva yang dimiliki (Kester, 1986). Dalam kaitannya dengan kebijakan dividen, Fitri Ismiyanti dan M.Hanafi (2003) menyatakan bahwa pengaruh IOS terhadap kebijakan dividen adalah negatif. Berdasarkan hal tersebut maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

H 3 : Investment Opportunity Set (IOS) berpengaruh negative terhadap Dividend Payout Ratio

2.1.4. Return On Assets (ROA)

ROA merupakan salah satu rasio profitabilitas, yaitu rasio yang menunjukkan seberapa efektifnya perusahaan beroperasi sehingga menghasilkan keuntungan / laba bagi perusahaan (Clara E.S., 2001). Hal yang senada juga dinyatakan oleh

Robbert Ang (1997) yang menyebutkan bahwa ratio ROA digunakan untuk mengukur efektifitas perusahaan dalam menghasilkan keuntungan dengan cara memanfaatkan aktiva yang dimilikinya. Rasio ini merupakan rasio yang terpenting di antara rasio rentabilitas yang ada. ROA kadang-kadang disebut juga ROI (return on investment). Nilai ROA dapat diukur dengan rumus (Robbert Ang, 1997) :

$$ROA : \frac{NIAT}{TA}$$

dimana ;

ROA : *Return On Assets*

NIAT : *Net Income After Tax*

TE : *Total Assets*

Nilai ROA yang tinggi akan menunjukkan bahwa perusahaan mampu menghasilkan keuntungan berbanding asset yang relative tinggi. Investor akan menyukai perusahaan dengan nilai ROA yang tinggi, karena perusahaan dengan nilai ROA yang tinggi mampu menghasilkan tingkat keuntungan lebih besar dibandingkan perusahaan dengan ROA rendah. Solberg dan Zorn (1992) dalam Wahidahwati (2002) menemukan bahwa profitabilitas yang lebih tinggi bisa diperkirakan menghasilkan dividen yang lebih tinggi.

Jensen *et al.* (1992) menyatakan bahwa semakin tinggi profitabilitas perusahaan, maka semakin tinggi pula cash flow dalam perusahaan, dan diharapkan perusahaan akan membayar dividen yang lebih tinggi. Pada kondisi tertentu kebijakan perusahaan berubah

sehingga peningkatan profitabilitas di ikuti dengan peningkatan pembayaran dividen sehingga profitabilitas tidak sepenuhnya mencerminkan penentuan pembayaran dividen. Pengaruh ROA terhadap kebijakan dividen adalah positif (Fitri Ismiyanti dan Hanafi, 2003). Berdasarkan hal tersebut maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut :
H 4: ROA berpengaruh positif terhadap Dividend Payout Ratio

2.1.5. Debt to Equity Ratio (DER)

Debt to Equity Ratio (DER) digunakan untuk mengukur tingkat *leverage* (penggunaan utang) terhadap *total shareholders' equity* yang dimiliki perusahaan (Robbert Ang, 1997). *Debt to equity ratio* (DER) dapat digunakan sebagai proksi rasio solvabilitas (Syahib Natarsyah, 2000). Yogo Purnomo (1998) menyatakan bahwa DER menggambarkan perbandingan antara total hutang dengan total ekuitas perusahaan yang digunakan sebagai sumber pendanaan usaha. Robbert Ang (1997) menyatakan bahwa DER dapat dihitung dengan rumus :

$$DER : \frac{TD}{TE}$$

dimana ;

DER : *Debt to Equity Ratio*

TD : *Total Debt*

TE : *Total Equity*

Semakin besar DER menandakan struktur permodalan usaha lebih banyak memanfaatkan hutang-hutang relatif terhadap ekuitas. Syukriy Abdullah (2001) mengemukakan bahwa pembayaran dividen yang lebih besar meningkatkan

kesempatan untuk memperbesar modal dari sumber eksternal. Sumber modal eksternal ini salah satunya adalah melalui hutang.

Perusahaan yang membagikan dividen dalam jumlah besar maka untuk membiayai investasinya diperlukan tambahan dana melalui *leverage* sehingga hubungan antara kebijakan dividen dengan *leverage* adalah searah (Putu A.M dan Jogiyanto Hartono (2002). Kas internal perusahaan digunakan untuk membayar dividen sehingga diperlukan tambahan dana eksternal melalui hutang. Pendapat ini senada dengan pendapatan Miller dan Rock (1985) yang berpendapat bahwa dividen yang tinggi merupakan sinyal yang akan meningkatkan profitabilitas perusahaan di masa depan.

Manajemen memberikan sinyal positif melalui pembagian dividen, sehingga investor mengetahui bahwa terdapat peluang investasi di masa depan yang menjanjikan bagi nilai perusahaan (Jogiyanto Hartono, 1998). Selain itu dividen yang tinggi berarti bahwa perusahaan akan lebih banyak menggunakan hutang untuk membiayai investasinya. Scera empiris ditemukan bahwa kebijakan hutang berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen (Jogiyanto Hartono, 2000 ; P.A. Mahadwartha dan Jogiyanto Hartono, 2002). Berdasarkan hal tersebut maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

H5 : Debt to Equity Ratio berpengaruh negatif terhadap Dividend Payout Ratio

2.1.6. Perbedaan dalam Menentukan Kebijakan Dividen Perusahaan PMA Dan Perusahaan PMDN

Perusahaan go publik yang *listed* di Bursa Efek Jakarta (BEJ) yang mengumumkan laporan keuangannya melalui *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) 2006 untuk periode tahun 2003 sampai dengan 2005 ada sejumlah 330 perusahaan. Dari 330 perusahaan tersebut dibedakan dalam 2 (dua) kategori kepemilikan, yaitu PMA dan PMDN. Husnan, (2002) perusahaan PMA adalah perusahaan yang sebagian besar sahamnya (pemegang saham pengendali) dimiliki oleh investor asing sedangkan PMDN adalah perusahaan yang sebagian besar sahamnya (pemegang saham pengendali) dimiliki oleh investor dalam negeri. Dengan adanya perbedaan status kepemilikan tersebut, maka perbedaan karakter dan budaya dari masing-masing investor akan

mempengaruhi kinerja perusahaan melalui kebijakan-kebijakan manajemen yang diterapkan. Hal tersebut juga berpengaruh terhadap perbedaan dalam menentukan kebijakan dividen yang diambil oleh manajemen bagi perusahaan PMA dan PMDN. Berdasarkan uraian tersebut diatas dapat dirumuskan menjadi hipotesis alternatif keenam (H6) sebagai berikut:

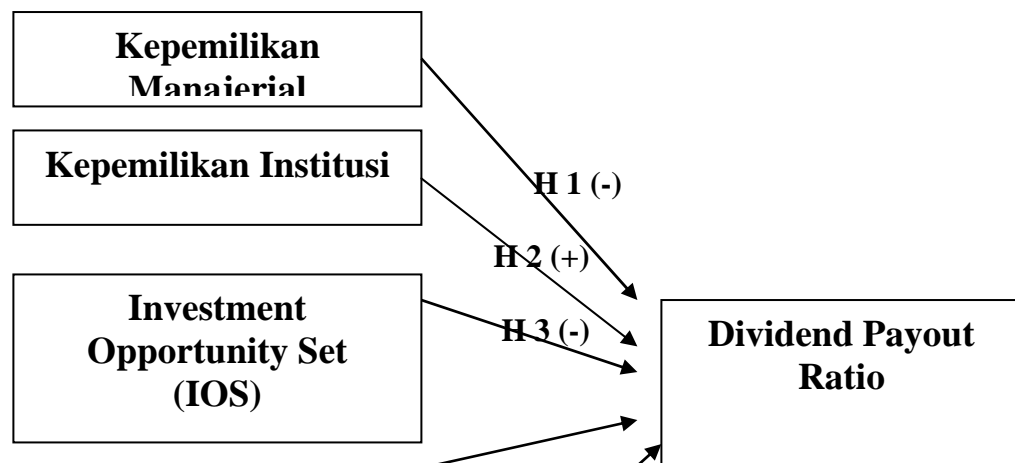
H6 : Ada perbedaan dalam menentukan kebijakan dividen antara perusahaan PMA dan perusahaan PMDN

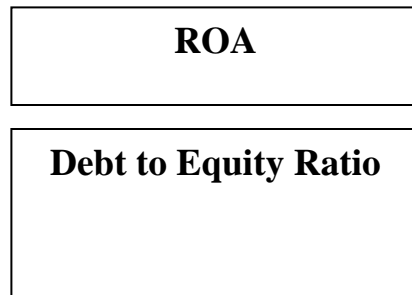
2.2. Kerangka Pemikiran Teoritis

Variabel kepemilikan manajerial, kepemilikan institusi, *investment opportunity set* (IOS), ROA dan *debt to equity ratio* pada penellitian ini diperkirakan memiliki pengaruh terhadap *dividend payout ratio*. Berdasarkan hal tersebut maka dirumuskan kerangka pemikiran teoritis sebagai berikut :

Gambar 2.1

Kerangka Pemikiran Toritis





H 4 (+)

H 5 (+)

Sumber : Dikembangkan untuk tesis ini

III. METODE PENELITIAN

3.1. Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang *listed* di Bursa Efek Jakarta (BEJ). Sesuai dengan publikasi ICMD 2006 menunjukkan bahwa jumlah perusahaan yang terdaftar pada periode 2003–2005 sejumlah 330 emiten yang dikelompokkan dalam 9 kelompok industri.

Adapun teknik sampling yang digunakan adalah *purposive sampling* berdasarkan kriteria: (1) saham perusahaan yang selalu terdaftar di BEJ pada periode 2003–2005, didapat sejumlah 330 perusahaan; (2) perusahaan yang selalu membagikan *dividend* pada periode 2003–2005, didapat sejumlah 81 perusahaan; dan (3) Perusahaan yang sebagian sahamnya dimiliki oleh manajemen selama periode pengamatan (2003–2005), didapat sejumlah 40 perusahaan.

3.2. Teknik Analisis

Untuk menguji hipotesis tentang kekuatan variabel penentu (independen variabel)

terhadap *Dividend Payout Ratio*, dalam penelitian ini digunakan analisis regresi berganda dengan persamaan kuadrat terkecil (OLS) dengan model dasar sebagai berikut:

$$DPR = a - b_1 \text{ Insider} + b_2 \text{ Institusi} - b_3 \text{ IOS} + b_4 \text{ ROA} + b_5 \text{ DER} + b_6 \text{ Dummy} + e$$

Besarnya konstanta tercermin dalam “a”, dan besarnya koefisien regresi dari masing-masing variabel independen ditunjukkan dengan b_1 , b_2 , b_3 , b_4 , b_5 dan b_6 . Kelima variabel bebas tersebut merupakan faktor-faktor yang berpengaruh terhadap *Dividend Payout Ratio* (sebagai variabel dependen).

3.3. Pengujian Hipotesis

Pengujian terhadap masing-masing hipotesis yang diajukan dapat dilakukan dengan cara sebagai berikut:

Uji signifikansi (pengaruh nyata) variabel independen (X_i) terhadap variabel dependen (Y) baik secara parsial dilakukan dengan menggunakan uji-t sementara pengujian secara

bersama-sama dilakukan dengan uji-f pada level 5% ($\alpha = 0,05$).

Untuk menguji hipotesis 6 yang membedakan hasil regresi pada perusahaan PMA dan PMDN, selanjutnya digunakan model regresi *Chow Test* (alat untuk menguji kesamaan koefisien) dengan rumus: (Imam Ghozali, 2004)

$$F_{\text{hit}} = \frac{(RSS_r - RSS_{\text{Sur}})/k}{RSS_{\text{Sur}} / (n_1 + n_2 - 2k)}$$

RSS_r : *Sum of Squared Residual* untuk regresi dengan total observasi

RSS_{Sur} : Penjumlahan *Sum of Squared Residual* dari masing-masing regresi menurut kelompok.

n : Jumlah observasi

k : Jumlah parameter yang diestimasi pada *restricted regression*.

r : Jumlah parameter yang diestimasi pada *unrestricted regression*.

Selanjutnya hasil dari F hitung ini akan dibandingkan dengan F tabel, jika F hitung $>$ F tabel, maka

hipotesis nol dapat ditolak. Jadi ada beda variabel independen (kepemilikan manajerial, kepemilikan institusi, *investment opportunity set* (IOS), *return on asset* (ROA) dan *debt equity ratio* (DER)) antara perusahaan PMA dan PMDN dalam mempengaruhi besarnya DPR. Jika F hitung $<$ F tabel maka yang terjadi sebaliknya.

IV. HASIL ANALISIS DAN PEMBAHASAN

4.1. Hasil Analisis

Berdasarkan hasil output SPSS nampak bahwa pengaruh secara bersama-sama lima variabel independen tersebut (Kepemilikan saham manajemen, kepemilikan saham institusi, IOS, ROA dan DER) terhadap DPR seperti ditunjukkan pada Tabel 4.1. sebagai berikut :

Tabel 4.1
Hasil Perhitungan Regresi Simultan

ANOVA^b

| Model | | Sum of Squares | df | Mean Square | F | Sig. |
|-------|------------|----------------|----|-------------|-------|-------------------|
| 1 | Regression | 1,068 | 5 | ,214 | 3,045 | ,018 ^a |
| | Residual | 3,506 | 50 | ,070 | | |
| | Total | 4,574 | 55 | | | |

a. Predictors: (Constant), LnDER, Institusi, ROA, LnIOS, SQRTManajerial

b. Dependent Variable: SQRTDPR

Sumber: Output SPSS 11.5; Regressions

| | | |
|----------------------------------|-------------------------------------|-----------|
| Dari hasil perhitungan | Nilai | koefisien |
| diperoleh nilai F sebesar 3,045 | determinasi (R^2) sebesar 0,233 | |
| dan nilai signifikansi sebesar | atau 23,3% hal ini berarti | |
| 0,018. Karena nilai signifikansi | 23,3% variasi DPR yang bisa | |
| lebih kecil dari 5% maka | dijelaskan oleh variasi dari | |
| hipotesis diterima dan terdapat | kelima variabel bebas yaitu | |
| pengaruh yang signifikan | Kepemilikan saham | |
| variabel Kepemilikan saham | manajemen, kepemilikan | |
| manajemen, kepemilikan | saham institusi, IOS, ROA dan | |
| saham institusi, IOS, ROA dan | DER sedangkan sisanya | |
| DER secara bersama-sama | sebesar 76,7% dijelaskan oleh | |
| terhadap variabel DPR. | sebab-sebab lain di luar model. | |

Model Summary^b

| Model | R | R Square | Adjusted R Square | Std. Error of the Estimate |
|-------|-------------------|----------|-------------------|----------------------------|
| 1 | ,483 ^a | ,233 | ,157 | ,26482 |

a. Predictors: (Constant), LnDER, Institusi, ROA, LnIOS, SQRTManajerial

b. Dependent Variable: SQRTDPR

Sementara itu secara parsial pengaruh dari kelima variabel independen tersebut terhadap DPR ditunjukkan pada Tabel 4.2 sebagai berikut:

Tabel 4.2

Hasil Perhitungan Regresi Parsial

Coefficients^a

| Model | | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients | t | Sig. |
|-------|----------------|-----------------------------|------------|---------------------------|--------|------|
| | | B | Std. Error | Beta | | |
| 1 | (Constant) | 2,344 | ,296 | | 7,922 | ,000 |
| | SQRTManajerial | -,304 | ,115 | -,460 | -2,643 | ,011 |
| | Institusi | -,004 | ,003 | -,262 | -1,485 | ,144 |
| | LnIOS | -,004 | ,040 | -,015 | -,108 | ,914 |
| | ROA | ,002 | ,008 | ,041 | ,324 | ,747 |
| | LnDER | -,104 | ,039 | -,353 | -2,631 | ,011 |

a. Dependent Variable: SQRTDPR

Sumber: Output SPSS 11.5; Regressions-coefficients

Dari Tabel 4.9 maka dapat disusun persamaan regresi linier berganda sebagai berikut:

$$\text{DPR} = -0,460 \text{ Manajerial} - 0,262 \text{ Institusi} - 0,015 \text{ IOS} + 0,041 \text{ ROA} - 0,353 \text{ DER} + e$$

Berdasarkan Tabel 4.2 mengindikasikan bahwa variable kepemilikan manajemen dan DER berpengaruh signifikan negatif terhadap DPR sedangkan Kepemilikan institusi, IOS dan ROA tidak berpengaruh signifikan terhadap DPR.

1. Variabel *Managerial Ownership*

Dari hasil perhitungan uji secara parsial diperoleh nilai t hitung sebesar (-2,643) dengan nilai signifikansi sebesar 0,011. Karena nilai signifikansi lebih kecil dari 5% maka hipotesis diterima berarti ada pengaruh signifikan antara variabel *Managerial Ownership* dengan variabel DPR. Hasil penelitian ini menunjukkan

bahwa manajemen perusahaan melihat besarnya kepemilikan saham yang dimilikinya dalam mengambil kebijakan dividen karena proporsi kepemilikan saham manajemen yang relatif kecil, hal tersebut dapat dilihat besarnya nilai rata-rata kepemilikan saham manajemen perusahaan sampel periode tahun 2003-2005 yaitu sebesar 8,0632% maka besarnya kepemilikan saham manajemen berpengaruh negatif terhadap DPR. Hasil penelitian ini sesuai dengan peneliti terdahulu (Jensen et al., 1992; Chen dan Steiner, 1999; Syukriy Abdullah, 2001; Mahadwartha dan Hartono, 2002; Amidu dan Abor, 2006), dimana kepemilikan saham

manajemen berpengaruh signifikan negatif terhadap DPR

2. Variabel *Institutional Ownership*

Dari hasil perhitungan uji secara parsial diperoleh nilai t hitung sebesar (-1,485) dengan nilai signifikansi sebesar 0,144. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 5% maka hipotesis ditolak berarti ada tidak ada pengaruh signifikan antara variabel *Institutional Ownership* dengan variabel DPR. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa manajemen perusahaan tidak melihat besarnya kepemilikan

saham yang dimiliki oleh institusi dalam mengambil kebijakan dividen. Hasil penelitian ini sesuai dengan peneliti terdahulu (Hatta, 2002), dimana kepemilikan saham institusi tidak berpengaruh signifikan terhadap DPR

3. Variabel IOS

Berdasarkan perhitungan uji secara parsial, hasilnya adalah nilai t hitung sebesar (-0,108) dan nilai signifikansi sebesar 0,914. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 5% maka hipotesis ditolak berarti tidak ada pengaruh signifikan antara variabel IOS dengan variabel DPR.

Hasil penelitian ini tidak mendukung dengan penelitian yang dilakukan oleh Ismiyanti dan Hanafi (2003).

Manajer perusahaan dengan memperhatikan pertumbuhan investasi lebih menyukai untuk menginvestasikan pendapatan setelah pajak yang lebih tinggi, sehingga laba yang dibagi sebagai dividen rendah akibatnya DPR juga akan lebih rendah. Tanda negatif dalam penelitian ini dengan alasan bahwa manajer dalam bisnis perusahaan dengan memperhatikan pertumbuhan lebih menyukai untuk menginvestasikan pendapatan setelah pajak dan mengharapkan kinerja yang

lebih baik dalam IOS secara keseluruhan.

4. Variabel *return on Asset* (ROA)

Dari hasil perhitungan uji secara partial diperoleh nilai t hitung sebesar (0,324) dan nilai signifikansi sebesar 0,747. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 5% maka hipotesis ditolak berarti tidak terdapat pengaruh signifikan antara variabel ROA dengan variabel DPR. Kondisi ini tidak sesuai dengan teori yang ada dimana bila terjadi kenaikan ROA maka DPR akan semakin tinggi. ROA yang tinggi menunjukkan kemampuan membayar dividen tinggi sehingga DPR tinggi.

Tanda positif dalam penelitian ini sesuai dengan teori *Information content or signaling hypothesis*, Mondigliani-Miller yang menyatakan bahwa kenaikan dividen merupakan suatu sinyal kepada para investor bahwa manajemen meramalkan suatu penghasilan yang baik di masa yang akan datang, berdasarkan teori tersebut menunjukkan bahwa penghasilan yang tinggi melalui asset yang dimiliki yang tercermin dalam *return on Asset* (ROA) menunjukkan pengaruh positif terhadap

kebijakan dividen yang tercermin dalam *dividend payout ratio* (DPR). Hasil penelitian ini sesuai dengan peneliti terdahulu (Jensen et al., 1992; dan Sunarto dan Kartika, 2003), dimana ROA tidak berpengaruh signifikan terhadap DPR.

5. Variabel DER

Dari hasil perhitungan uji secara parsial diperoleh nilai t hitung sebesar (-2,631) dengan nilai signifikansi sebesar 0,011. Karena nilai signifikansi lebih kecil dari 5% maka hipotesis diterima berarti ada pengaruh signifikan antara variabel DER dengan variabel DPR.

Perusahaan-perusahaan yang *profitable* memiliki lebih banyak *earnings* yang tersedia untuk retensi atau investasi dan karenanya, akan cenderung

membangun *equitas* mereka relatif terhadap *debt*. Oleh karena itu semakin rendah DER akan semakin tinggi kemampuan perusahaan untuk membayar seluruh kewajibannya. Semakin besar proporsi hutang yang digunakan untuk struktur modal suatu perusahaan, maka akan semakin besar pula jumlah kewajibannya. Peningkatan hutang pada gilirannya akan mempengaruhi besar kecilnya laba bersih yang tersedia bagi para pemegang saham termasuk *dividend* yang akan diterima, karena kewajiban tersebut lebih diprioritaskan daripada pembagian *dividend*. Jika beban hutang semakin tinggi,

maka kemampuan perusahaan untuk membagi *dividend* akan semakin rendah, sehingga DER mempunyai pengaruh negatif dengan *dividend payout ratio*.

regresi *Chow Test* dengan rumus: (Imam Ghozali, 2004)

$$F_{\text{hit}} = \frac{(RSS_r - RSS_{\text{sur}})/k}{RSS_{\text{sur}} / (n_1 + n_2 - 2k)}$$

Pada Tabel 4.3, Tabel 4.4 dan

Tabel 4.5 dibawah ini dapat dilihat nilai residual untuk perusahaan PMA dan perusahaan PMDN dan residual gabungan untuk perusahaan PMA dan perusahaan PMDN.

4.2. Hasil Perhitungan Chow Test

Untuk membedakan hasil regresi pada perusahaan PMA dan perusahaan PMDN, selanjutnya digunakan model

Tabel 4.3

Residual Perusahaan PMA

ANOVA^b

| Model | | Sum of Squares | df | Mean Square | F | Sig. |
|-------|------------|----------------|----|-------------|-------|-------------------|
| 1 | Regression | 58806,524 | 5 | 11761,305 | 1,336 | ,332 ^a |
| | Residual | 79221,023 | 9 | 8802,336 | | |
| | Total | 138027,5 | 14 | | | |

a. Predictors: (Constant), DER, ROA, Institusi, IOS, Manjerial

b. Dependent Variable: DPR

Tabel 4.4

Residual Perusahaan PMDN

ANOVA^b

| Model | | Sum of Squares | df | Mean Square | F | Sig. |
|-------|------------|----------------|-----|-------------|-------|-------------------|
| 1 | Regression | 5453,198 | 5 | 1090,640 | 2,331 | ,048 ^a |
| | Residual | 46328,394 | 99 | 467,964 | | |
| | Total | 51781,592 | 104 | | | |

a. Predictors: (Constant), DER, Institusi, ROA, IOS, Manajerial

b. Dependent Variable: DPR

Tabel 4.5
Residual Gabungan Perusahaan PMA dan PMDN

ANOVA^b

| Model | | Sum of Squares | df | Mean Square | F | Sig. |
|-------|------------|----------------|----|-------------|-------|-------------------|
| 1 | Regression | 1,068 | 5 | ,214 | 3,045 | ,018 ^a |
| | Residual | 3,506 | 50 | ,070 | | |
| | Total | 4,574 | 55 | | | |

a. Predictors: (Constant), LnDER, Institusi, ROA, LnIOS, SQRTManajerial

b. Dependent Variable: SQRTDPR

Berdasarkan pada Tabel 4.3 dan Tabel 4.4 didapat nilai residual untuk perusahaan PMA (RSSur1) sebesar 79221,023, nilai residual untuk perusahaan PMDN (RSSur2) sebesar 46328,394 dan nilai residual gabungan untuk perusahaan PMA dan PMDN (RSSr) sebesar 3,506. Dengan jumlah n sebanyak 40, dan jumlah parameter yang diestimasi pada *restricted regression* (k) sebesar 5 maka didapatkan perhitungan *chow test* sebagai berikut:

$$\begin{aligned} \text{RSSur} &= \text{RSSur1} + \text{RSSur2} \\ &= 79221,023 + 46328,394 \\ &= 125549,41 \end{aligned}$$

$$F = \frac{(\text{RSSr} - \text{RSSur}) / k}{\text{RSSur} / (n - k)}$$

$$\begin{aligned}
& \frac{(RSS_{\text{Sur}} - (n_1 + n_2 - 2)k)}{(125549,41 - (40 - 10))} \\
& = \frac{(3,506 - 125549,41) / 5}{-25109,182} \\
& = \frac{-25109,182}{4184,98} \\
& = -5,999
\end{aligned}$$

Nilai F-hitung yang didapat dalam perhitungan chow test sebesar -5,999, atau lebih besar daripada F tabel sebesar $\pm 1,96$, dimana angka negatif pada f-hitung hanya menunjukkan arah (tidak searah), dimana nilai residual gabungan yang lebih rendah (3,506) daripada nilai hasil penjumlahan dari nilai residual perusahaan PMA dan perusahaan PMDN (125549,41) sehingga H_0 ditolak dan H_1 diterima atau dengan kata lain ada beda antara kebijakan dividen perusahaan PMA dan perusahaan PMDN, sehingga hipotesis

6 (H_6) diterima. Hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan PMA mempunyai kebijakan dividen yang lebih tinggi daripada perusahaan PMDN, hal tersebut dapat dilihat dari nilai residual PMA (79221,023) yang lebih tinggi dari nilai residual perusahaan PMDN (46328,394). Hasil penelitian ini, didukung oleh data empiris menunjukkan bahwa terdapat perbedaan dalam menentukan kebijakan dividen antara perusahaan PMA dan PMDN, dimana perusahaan PMA secara prosentase lebih banyak membagikan dividen (12,10%) dari

pada perusahaan PMDN (12,11%) meski perusahaan PMA mempunyai populasi yang lebih kecil (12,42%) daripada perusahaan PMDN (87,58%). Alasan perusahaan PMA mempunyai kebijakan dividen yang lebih tinggi karena akses bisnis perusahaan PMA dan jaringan kerja yang lebih baik daripada perusahaan PMDN sehingga perusahaan PMA mempunyai pangsa pasar yang luas.

V. SIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN

5.2. Simpulan

Berdasarkan hasil analisis data dan pembahasan yang telah dikemukakan pada bab IV, dapat diambil beberapa kesimpulan sebagai berikut: Data yang dipergunakan dalam penelitian ini terdistribusi normal, tidak terdapat multikolinieritas bebas autokorelasi dan heteroskedastisitas. Dari enam hipotesis yang diajukan terdapat dua (2) hipotesis yang dapat diterima yaitu hipotesis 1, dan 5.

6. Berdasar hasil pengujian hipotesis 1 menunjukkan bahwa secara partial variabel kepemilikan manajemen

berpengaruh signifikan negative terhadap variabel DPR sehingga hipotesis 1 diterima.

7. Berdasar hasil pengujian hipotesis 2 menunjukkan bahwa secara partial variabel kepemilikan institusi tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel DPR sehingga hipotesis 2 ditolak.

8. Berdasar hasil pengujian hipotesis 3 menunjukkan bahwa secara partial variabel IOS tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel DPR sehingga hipotesis 3 ditolak.

9. Berdasar hasil pengujian hipotesis 4 menunjukkan bahwa secara partial variabel ROA tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel DPR sehingga hipotesis 4 ditolak.

10. Berdasar hasil pengujian hipotesis 5 menunjukkan bahwa secara partial variabel DER berpengaruh signifikan negatif terhadap variabel DPR sehingga hipotesis 5 diterima.

11. Berdasarkan hasil hipotesis 6 (H6) menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan pengaruh kepemilikan manajemen, Kepemilikan institusi, IOS, DER dan ROA dalam mempengaruhi DPR antara perusahaan PMA dan perusahaan PMDN

5.2. Implikasi Teoritis

Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian terdahulu yang dilakukan oleh:

3. Hasil penelitian ini sesuai dengan peneliti terdahulu (Jensen et al., 1992; Chen dan Steiner, 1999; Syukriy Abdullah, 2001; Mahadwartha dan Hartono, 2002; Amidu dan Abor, 2006), dimana kepemilikan saham manajemen berpengaruh signifikan negatif terhadap DPR.
4. Chang dan Rhee (1990) yang menyatakan bahwa DER berpengaruh signifikan negatif terhadap DPR sementara dalam penelitian ini DER juga berpengaruh negatif terhadap DPR.

Sementara hasil penelitian ini tidak konsisten dengan hasil penelitian terdahulu yang dilakukan oleh:

1. Jensen et al., (1992) yang menyatakan bahwa DER berpengaruh positif terhadap DPR sementara dalam penelitian ini DER berpengaruh signifikan negatif terhadap DPR.
2. Hatta, (2002) yang menyatakan bahwa kepemilikan manajemen tidak berpengaruh signifikan terhadap DPR sementara dalam penelitian ini kepemilikan manajemen berpengaruh negatif terhadap DPR.

Variabel Institutional ownership, IOS dan ROA tidak berpengaruh signifikan terhadap DPR sehingga hasil penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian terdahulu (Mahadwartha dan Hartono, 2002; Ismiyanti dan Hanafi (2003); Wahidahwati (2002) dan Amidu dan Abor (2006), karena ketiga variable tersebut tidak terbukti maka terjadi ceteris paribus, sehingga perlu diperluas tahun pengamatan yang lebih panjang agar hasil penelitian menjadi lebih akurat.

5.3. Implikasi Kebijakan

Berdasarkan hasil pengujian statistik tersebut, maka dapat dirumuskan Implikasi kebijakan dari penelitian ini sebagai berikut:

1. Perusahaan sebelum melakukan kebijakan membagikan dividen harus mengkaji terlebih dahulu faktor-faktor yang mempengaruhi besar kecilnya pembagian dividen sehingga dalam pelaksanaannya nanti akan saling menguntungkan antara pihak perusahaan dan investor, karena tidak semua investor hanya menginginkan keuntungan dari dividen saja tetapi juga dari fluktuasi harga saham. Oleh karena itu bila investor pada saat itu tidak menginginkan dividen maka laba perusahaan yang diperoleh lebih baik untuk ekspansi perusahaan sehingga akan meningkatkan

kinerja perusahaan yang pada akhirnya akan meningkatkan harga saham dan kondisi ini akan meningkatkan keuntungan investor.

2. Kepemilikan manajemen menunjukkan variabel yang paling besar pengaruhnya terhadap DPR yang ditunjukkan dengan besarnya nilai beta standardized coefficients sebesar -0,460, Sehingga semakin bertambah kepemilikan saham manajemen akan menurunkan dividen karena manajemen lebih berorientasi pada pengembangan usaha.
3. Berdasarkan hasil tersebut maka manajemen perusahaan yang listed di BEJ perlu memperhatikan kebijakan hutang perusahaan (DER) dalam menetapkan kebijakan deviden karena keduanya memiliki pengaruh yang bertolak belakang (-0,353), dimana bila manajemen perusahaan meningkatkan kebijakan hutang perusahaan maka akan menurunkan kebijakan dividennya, sehingga bila manajemen perusahaan ingin meningkatkan kepercayaan investor melalui kebijakan dividen maka manajemen perusahaan perlu mengurangi hutang perusahaan.

Berdasarkan implikasi kebijakan diatas maka makna strategis yang dapat diberikan melalui hasil penelitian ini baik

kepada investor, perusahaan maupun pengembangan penelitian lebih lanjut adalah sebagai berikut:.

1. Perusahaan sebelum melakukan kebijakan membagikan dividen harus mengkaji terlebih dahulu faktor-faktor yang mempengaruhi besar kecilnya pembagian dividen sehingga dalam pelaksanaannya nanti akan saling menguntungkan antara pihak perusahaan dan investor.
2. Apabila dalam RUPS para investor pada saat itu tidak menginginkan dividen maka laba perusahaan yang diperoleh lebih baik untuk ekspansi perusahaan sehingga akan meningkatkan kinerja perusahaan yang pada akhirnya akan meningkatkan harga saham yang akan meningkatkan keuntungan investor.

5.4. Keterbatasan Penelitian

Sebagaimana diuraikan dimuka bahwa hasil penelitian ini terbatas pada pengamatan yang relatif pendek yaitu selama 3 tahun dengan sampel yang terbatas pula yaitu 40 perusahaan. Disamping itu faktor fundamental perusahaan yang digunakan sebagai dasar untuk memprediksi DPR hanya terbatas pada Kepemilikan saham manajemen, kepemilikan saham institusi, IOS, ROA dan DER.

5.5. Agenda Penelitian Mendatang

Dengan kemampuan prediksi sebesar 23,3% yang ditunjukkan pada nilai R^2 yang mengindikasikan bahwa Kepemilikan saham manajemen, kepemilikan saham institusi, IOS, ROA dan DER berpengaruh sebesar 23,3% terhadap DPR yang berarti 76,7% dipengaruhi variabel lain. Karena besarnya nilai adjusted R^2 yang rendah maka disarankan untuk penelitian yang akan datang perlu memasukkan faktor fundamental yang lain seperti: Cash Flow (Partington, 1989); Earning Volatility (Chang dan Rhee (1990), dan ROE (Susanto (2002). Alasan penelitian ini tidak meneliti variabel cash flow karena dikhawatirkan terjadi gejala multikolinieritas dengan variabel cash ratio, alasan penelitian ini tidak memasukkan variabel earning volatility karena keterbatasan data dalam mencari proksi dari earning volatility, sedangkan Alasan penelitian ini tidak meneliti variabel ROE karena dikhawatirkan terjadi gejala multikolinieritas dengan variabel ROA.

DARTAR PUSTAKA

Adhi AW, (2002), **Pengaruh Struktur Kepemilikan Manajerial dan Publik, Ukuran Perusahaan, EBIT/Sales, Total Hutang/Total Asset Terhadap Nilai Perusahaan Yang Telah Go Public dan Tercatat di Bursa Efek Jakarta**, Tesis MM Undip (Tidak Dipublikasikan)

Adi Prasetyo (2002), "Asosiasi Antara Investment opportunity Set (IOS) Dengan Kebijakan Pendanaan, Kebijakan Dividen, Kebijakan Kompensasi, Beta dan Perbedaan Reaksi Pasar: Bukti Empiris dari BEJ," **Makalah Seminar, Simposium Nasional Akuntansi V, Ikatan Akuntansi Indonesia**, p.878-906

Agus Sartono dan Sri Zulaihati, (1998), "Rasionalitas Investor Terhadap Pemilihan Saham dan Penentuan Optimal dengan Indeks Tunggal di BEJ," **Kelola**, No. 17, Juli

Amidu, Mohammed, and Joshua Abor, (2006), "Determinants of Dividend Payout Ratios in Ghana," **The Journal of Risk Finance**, Vol. 7, No.2, pp.136-145

Brav, Alon, John R Graham, Campbell R Harvey, dan Roni Michaely, (2003), "Payout Policy in The 21st Century," **Working Paper, National Bureau of Economic Research**, Cambridge, USA

Clara, ES, (2001), **Analisis Kinerja Keuangan Perusahaan Yang Go Publik di BEJ: Studi pada Industri Tekstil dan Garment**, Tesis MM

- Undip (Tidak Dipublikasikan)
- Claire E Crutchley dan Robert S Hansen, (1989), "A Test of The Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividend," **Financial Managenent**, Winter
- Elloumi, Fathi dan Jena-Pierre Gueyle (2003), "CEO Compensation, IOS, and The Role of Corporate Governance," **Corporate Governance**, Vol. 1, No.2, p.23-33
- Fitri Ismiyanti dan Mamduh Hanafi, (2003), "Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institutional, Risiko, Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen: Analisa Persamaan Simultan," **Makalah Seminar, Simposium Nasional Akuntansi VI, Ikatan Akuntansi Indonesia**, 260-276
- Gaver, JJ dan Keneth M Gaver, (1993), "Additional Evidence on The Association Between The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend and Compensation Policies," **Journal of Accounting and economics**, Vol. 1, p.233-265
- Gerber, Hans U, and S.W Shiu, (2006), "On Optimum Dividend Strategies in The Compound Poisson Model," **North American Actuarial Journal**, Volume 10, No.2.
- Hatta, Atika J, (2002), "Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen: Investasi Pengaruh Teori Stakeholder." **JAAL**. Vol.6. No.2. Desember. 2002
- Imam Ghozali, (2004), **Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS**, Badan Penerbitan UNDIP, Semarang.
- Imam Subekti dan I.W. Kusuma, (2000), "Asosiasi antara Set Kesempatan Investasi dengan Kebijakan Pendanaan dan Dividen Perusahaan serta implikasinya pada Perubahan Harga Saham," **Makalah Seminar, Simposium Nasional Akuntansi IV, Ikatan Akuntansi Indonesia**, p. 820-845
- Jensen, GR, DP Solberg, dan TS Sorn, (1992), "Simultaneous Determinant of Insider Ownership, Debt, dan Dividend Policies," **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, p.247-263
- Jogiyanto Hartono, (1999), "An Agency Cost Explanation for

- Dividend Payments,
Working Paper, UGM
Yogyakarta
- Kallapour, Sanjay dan MA Trombley,
(1999), The Association
Between Investment
Opportunity Set Proxies and
Realized Growth, **Journal of
Business and Accounting**,
Vol. 26, April/Amy, p.505-
519
- Putu AM dan Jogiyanto H (2002), Uji
Teori Keagenan Dalam
Hubungan Interdependensi
Antara Kebijakan Hutang dan
Kebijakan Dividen, **Makalah
Seminar, Simposium
Nasional Akuntansi V,
Ikatan Akuntansi
Indonesia**, p.635-647
- Robbert Ang. 1997. **Buku Pintar :
Pasar Modal Indonesia**.
Mediasoft Indonesia
- Rozeff MS, (1982), Growth, Beta dan
Agency Cost as Determinant
of Dividend Payout ratios,”
Journal Financial Research,
p.249-259
- Suad Husnan. 1998. **Dasar-Dasar
Teori Portofolio dan
Analisis Sekuritas**. UPP
AMP YKPN: Yogyakarta
- Syahib Natarsyah (2000), ”Analisis
Pengaruh Beberapa
Fundamental dan Risiko
Sistematik Terhadap Harga
Saham: Kasus Industri
- Barang Konsumsi Yang Go
Publio di Pasar Modal
Indonesia, **Journal Ekonomi
dan Bisnis Indonesia**,
Vol.15, No.3, p. 294-312
- Tarjo dan Jogiyanto Hartono, (2003),
”Analisa Free Cash Flow dan
Kepemilikan Manajerial
Terhadap Kebijakan Hutang
Pada Perusahaan Publik di
Indonesia, **Makalah
Seminar, Simposium
Nasional Akuntansi VI,
Ikatan Akuntansi
Indonesia**, p.278-293
- Wahidahwati, (2002), ”kepemilikan
Manajerial dan Kepemilikan
Institutional Pada Kebijakan
Hutang Perusahaan: Sebuah
Perspektif Theory Agency,”
**Jurnal Riset Akuntansi
Indonesia**, Vol. 5, p.1-16
- Yogo Purnama, (1998), ”Keterkaitan
Kinerja Keuangan dengan
Harga Saham (Studi kasus 5
Rasio Keuangan 30 Emiten di
BEJ Pengamatan 1992-
1996),” **Usahawan**, No.12,
Th. XXVII

